



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2022



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Konjunkturerwicklung	14
3 Preise und Kosten	23
4 Finanzmarktentwicklungen	29
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	33
Kästen	41
1 Handelsbeziehungen mit Russland seit dem Einmarsch in die Ukraine	41
2 Lohnquotendynamik und Zweitrundeneffekte auf die Inflation nach Energiepreisschüben in den 1970er-Jahren und heute	49
3 Ersparnisse der privaten Haushalte während der Covid-19-Pandemie: Wie wirken sie sich auf die Erholung des Konsums aus?	57
4 Mögliche Auswirkungen höherer Ölpreise auf das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets	63
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	68
6 Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet	72
7 Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen	78
Aufsätze	85
1 Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken	85
2 Freiheit der Zahlungsmittelwahl: der Zugang zu Bargeld im Euro-Währungsgebiet	107
Statistik	126

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	LU	Luxemburg
BG	Bulgarien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
DK	Dänemark	NL	Niederlande
DE	Deutschland	AT	Österreich
EE	Estland	PL	Polen
IE	Irland	PT	Portugal
GR	Griechenland	RO	Rumänien
ES	Spanien	SI	Slowenien
FR	Frankreich	SK	Slowakei
HR	Kroatien	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
		EA	Euro-Währungsgebiet

Sonstige

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM6	Balance of Payments Manual des IWF (6. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 2010	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

Entsprechend der in der EU angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Landessprachen aufgeführt.

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Im Einklang mit seinem starken Bekenntnis zu seinem Preisstabilitätsmandat hat der EZB-Rat auf der Sitzung vom 21. Juli 2022 weitere wichtige Schritte ergriffen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig auf den Zielwert von 2 % zurückkehrt. Er beschloss, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Darüber hinaus billigte er das Instrument zur Absicherung der Transmission (Transmission Protection Instrument – TPI).

Der EZB-Rat gelangte zu der Einschätzung, dass im Zuge seiner Leitzinsnormalisierung ein größerer erster Schritt angemessen war, als er es auf seiner vorangegangenen Sitzung signalisiert hatte. Der Beschluss basierte auf der aktualisierten Beurteilung der Inflationsrisiken durch den EZB-Rat sowie auf der verstärkten Unterstützung einer effektiven Transmission der Geldpolitik durch das TPI. Der Beschluss unterstützt die Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige Ziel des EZB-Rats, indem er die Verankerung der Inflationserwartungen stärkt und dafür sorgt, dass sich die Nachfragebedingungen so anpassen, dass dieses Inflationsziel auf mittlere Sicht erreicht wird.

Bei den kommenden Ratssitzungen wird eine weitere Normalisierung der Zinssätze angemessen sein. Dadurch, dass der EZB-Rat den Ausstieg aus den Negativzinsen auf seiner Juli-Sitzung vorgezogen hat, kann er zu einem Ansatz übergehen, bei dem Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung gefasst werden. Der künftige Leitzinspfad des EZB-Rats wird weiterhin von der Datenlage abhängen und dazu beitragen, dass das Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % auf mittlere Sicht erreicht wird. Im Zusammenhang mit der Normalisierung seiner Geldpolitik wird der EZB-Rat Optionen für die Verzinsung von Überschussliquidität prüfen.

Nach Einschätzung des EZB-Rats war die Einrichtung des TPI erforderlich, um die effektive Transmission der Geldpolitik zu unterstützen. Während der EZB-Rat die Normalisierung seiner Geldpolitik fortsetzt, wird das TPI sicherstellen, dass die Transmission des geldpolitischen Kurses in allen Ländern des Euroraums reibungslos erfolgt. Die Einheitlichkeit der Geldpolitik des EZB-Rats ist eine Voraussetzung dafür, dass die EZB ihr Preisstabilitätsmandat erfüllen kann.

Das TPI wird das Instrumentarium des EZB-Rats ergänzen und kann aktiviert werden, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen. Der Umfang von Ankäufen im Rahmen des TPI würde von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission abhängen. Die Ankäufe sind nicht von vornherein beschränkt. Das TPI wird den Transmissionsmechanismus absichern und dem EZB-Rat dadurch eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats ermöglichen.

In jedem Fall bleibt die Flexibilität bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) die erste Verteidigungslinie, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

Konjunkturentwicklung

Seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Juni hat sich die Konjunktur in führenden Industrieländern eingetrübt. So lagen die privaten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten im Mai deutlich unter den Erwartungen, während die Beschäftigung einen weiterhin soliden Anstieg aufweist. Insgesamt haben die Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick der Vereinigten Staaten zugenommen. Die Konjunkturdaten für das Vereinigte Königreich fielen schlechter als erwartet aus, wobei das Verbrauchervertrauen auf ein Rekordtief sank. In China erholt sich das Wirtschaftswachstum von der jüngsten Pandemiewelle, wenngleich es nach wie vor schwach ist. Unterdessen beschleunigt sich die Inflation in führenden Industrieländern weiter und weist im Vormonatsvergleich erhöhte Zuwächse auf. Der Preisauftrieb breitet sich nun zunehmend auch im Dienstleistungssektor aus. Die Ölnotierungen haben sich seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats um rund 14 % verringert, da das höhere Risiko einer konjunkturellen Verlangsamung die Folgen der Lieferengpässe überwiegt. Die Gaspreise sind im Zuge der reduzierten Lieferungen aus Russland in Europa kräftig gestiegen, was ungeachtet des Ölpreistrückgangs zu einer Verschärfung des Energiepreisschocks geführt hat.

Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet schwächt sich ab. Der ungerechtfertigte Angriff Russlands auf die Ukraine stellt eine andauernde Belastung für das Wachstum dar. Die Auswirkungen hoher Inflation auf die Kaufkraft, anhaltende Lieferengpässe und höhere Unsicherheit dämpfen die Wirtschaftstätigkeit. Die Unternehmen sind weiterhin mit höheren Kosten und Störungen ihrer Lieferketten konfrontiert, wenngleich es erste Anzeichen dafür gibt, dass sich einige Lieferengpässe zurückbilden. Zusammengenommen trüben diese Faktoren die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2022 und die Zeit danach deutlich ein.

Zugleich profitiert die Konjunktur weiterhin von der Wiederöffnung der Wirtschaft, einer guten Arbeitsmarktlage und fiskalischer Unterstützung. Insbesondere begünstigt das vollständige Wiederhochfahren der Wirtschaft die Konsumausgaben im Dienstleistungssektor. Da die Menschen wieder zu reisen beginnen, dürfte der Tourismus der Konjunktur im dritten Quartal 2022 Auftrieb verleihen. Gestützt werden die Konsumausgaben auch durch die während der Pandemie gebildeten Ersparnisse der privaten Haushalte und eine gute Arbeitsmarktlage.

Die Finanzpolitik trägt dazu bei, die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine auf die Hauptleidtragenden höherer Energiepreise abzufedern. Befristete und zielgerichtete Maßnahmen sollten so zugeschnitten sein, dass sie das Risiko einer Erhöhung des Inflationsdrucks begrenzen. Die Finanzpolitik sollte in allen Ländern darauf

ausgerichtet sein, die Schuldentragfähigkeit aufrechtzuerhalten und das Wachstumspotential nachhaltig zu steigern, um die Erholung zu verstärken.

Inflation

Die Inflation hat im Juni weiter auf 8,6 % angezogen. Die steigenden Energiepreise leisteten erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Energiepreise weltweit auf kurze Sicht hoch bleiben werden. Auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln hat sich weiter verstärkt und lag im Juni bei 8,9 %. Dies ist zum Teil auf die Bedeutung der Ukraine und Russlands als Erzeugerländer von Agrarprodukten zurückzuführen.

Anhaltende Lieferengpässe bei Industrieerzeugnissen und die sich erholende Nachfrage, insbesondere im Dienstleistungssektor, waren ebenfalls für die derzeit hohen Teuerungsraten verantwortlich. Der Preisdruck weitet sich auf immer mehr Sektoren aus. Dies liegt unter anderem daran, dass die hohen Energiekosten indirekte Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben. Dementsprechend sind die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiter gestiegen.

Der EZB-Rat rechnet damit, dass die Inflation für einige Zeit unerwünscht hoch bleiben wird. Gründe hierfür sind der anhaltende Druck, der von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgeht, sowie der Druck in den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette. Auch die Abwertung des Euro war für den höheren Inflationsdruck maßgeblich. Wenn es aber künftig nicht zu neuen Störungen kommt, dürften sich die Energiekosten stabilisieren und die Lieferengpässe verringern. Zusammen mit der laufenden geldpolitischen Normalisierung dürfte dies dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert des EZB-Rats zurückkehrt.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin gut. Die Arbeitslosenquote ist im Mai auf einen historischen Tiefstand von 6,6 % gefallen. Offene Stellen in vielen Sektoren deuten auf eine robuste Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Das Lohnwachstum hat sich – auch zukunftsgerichteten Indikatoren zufolge – in den vergangenen Monaten allmählich verstärkt, hält sich jedoch insgesamt noch in Grenzen. Die Belebung der Wirtschaft und gewisse Aufholeffekte dürften mit der Zeit ein schnelleres Wachstum der Löhne begünstigen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf über dem Inflationsziel liegende Werte ist jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.

Risikobewertung

Ein länger andauernder Krieg in der Ukraine birgt nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für das Wachstum. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass die Energielieferungen aus Russland so stark beeinträchtigt würden, dass es zu einer Rationierung der Energie für Unternehmen und private Haushalte käme. Zudem könnte der Krieg das Vertrauen weiter schwächen und angebotsseitige Engpässe

verstärken. Zugleich könnten die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet. Auch eine raschere Verlangsamung des globalen Wachstums wäre ein Risiko für die Aussichten des Euroraums.

Die Inflationsaussichten sind weiterhin mit Aufwärtsrisiken behaftet, die vor allem auf kurze Sicht zugenommen haben. Zu den Risiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten zählen eine anhaltende Beeinträchtigung der Produktionskapazität der Wirtschaft, dauerhaft hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise, ein Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert des EZB-Rats und unerwartet starke Lohnzuwächse. Sollte sich die Nachfrage auf mittlere Sicht jedoch abschwächen, würde dies den Preisdruck verringern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Infolge der ausgeprägten wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheit sind die Marktzinsen volatil. Die Refinanzierungskosten der Banken haben in den vergangenen Monaten angezogen, was sich zunehmend in höheren Bankkreditzinsen niederschlägt, insbesondere für private Haushalte. Das Volumen der Bankkredite an private Haushalte ist zwar nach wie vor hoch, dürfte angesichts einer niedrigeren Nachfrage aber zurückgehen. Auch die Kreditvergabe an Unternehmen zeigt sich robust, da hohe Produktionskosten, Lageraufbau und eine geringere Inanspruchnahme marktbasierter Finanzierungsquellen für einen anhaltenden Bedarf an Bankkrediten gesorgt haben. Zugleich ist die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen gesunken. Das Geldmengenwachstum hat sich weiter abgeschwächt, da weniger Ersparnisse in liquider Form gehalten werden und das Eurosystem weniger Vermögenswerte ankaufte.

Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für sämtliche Kreditkategorien im zweiten Quartal des Jahres verschärft haben. Grund hierfür ist, dass den Banken die Risiken, die das ungewisse Umfeld für ihre Kunden mit sich bringt, zunehmend Sorge bereiten. Die Banken gehen davon aus, dass sie ihre Kreditrichtlinien im dritten Quartal weiter verschärfen.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Inflation weiterhin unerwünscht hoch ist und für einige Zeit über dem Zielwert des EZB-Rats bleiben dürfte. Die jüngsten Daten deuten auf eine Wachstumsabschwächung hin. Dies trübt die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2022 und die Zeit danach ein. Zugleich wird diese Wachstumsverlangsamung durch eine Reihe positiver Faktoren abgefedert.

Auf seiner Sitzung am 21. Juli 2022 beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB anzuheben. Darüber hinaus billigte er das TPI. Bei seinen kommenden Sitzungen wird eine weitere Normalisierung der Zinssätze angemessen sein. Der künftige

Leitzinspfad wird weiterhin von der Datenlage abhängen und dazu beitragen, dass das Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % auf mittlere Sicht erreicht wird.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Das neue TPI wird die reibungslose Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum absichern, während der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs weiter anpasst, um der hohen Inflation entgegenzuwirken.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat hat beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend werden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung zum 27. Juli 2022 auf 0,50 %, 0,75 % bzw. 0,00 % erhöht.

Bei den kommenden Sitzungen des EZB-Rats wird eine weitere Normalisierung der Zinssätze angemessen sein. Durch das Vorziehen des Ausstiegs aus den Negativzinsen kann der EZB-Rat zu einem Ansatz übergehen, bei dem Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung gefasst werden. Der künftige Leitzinspfad des EZB-Rats wird weiterhin von der Datenlage abhängen und dazu beitragen, dass das Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % auf mittlere Sicht erreicht wird.

Der EZB-Rat hat das TPI gebilligt. Nach Einschätzung des EZB-Rats war die Einrichtung des TPI erforderlich, um die effektive Transmission der Geldpolitik zu unterstützen.¹ Während der EZB-Rat die Normalisierung seiner Geldpolitik fortsetzt, wird das TPI sicherstellen, dass die Transmission des geldpolitischen Kurses in allen Ländern des Euroraums reibungslos erfolgt. Die Einheitlichkeit der Geldpolitik des EZB-Rats ist eine Voraussetzung dafür, dass die EZB ihr Preisstabilitätsmandat erfüllen kann.

Um Risiken für den Transmissionsmechanismus im erforderlichen Umfang entgegenzuwirken und vorbehaltlich der Erfüllung festgelegter Kriterien wird das Eurosystem in der Lage sein, Wertpapiere am Sekundärmarkt zu kaufen, die in Ländern begeben wurden, in denen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht durch länderspezifische Fundamentalfaktoren begründet ist. Der Umfang von Ankäufen im Rahmen des TPI würde von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission abhängen. Die Ankäufe sind nicht von vornherein beschränkt.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie

¹ Weitere Informationen zum TPI finden sich in: EZB, [Pressemitteilung](#), 21. Juli 2022.

erforderlich, um eine reichliche Liquiditätsausstattung zu gewährleisten und einen angemessenen geldpolitischen Kurs aufrechtzuerhalten.

Mit Blick auf das PEPP beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Die Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio werden flexibel wieder angelegt, um pandemiebedingten Risiken für den Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Die Flexibilität bei der Wiederanlage im Rahmen des PEPP bleibt die erste Verteidigungslinie, um solchen Risiken zu begegnen.

Der EZB-Rat wird die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit von Geschäften im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtigt. Zugleich wird er in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Das neue TPI des EZB-Rats wird die reibungslose Transmission seines geldpolitischen Kurses im gesamten Euroraum absichern.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Juni hat sich die Konjunktur in führenden Industrieländern eingetrübt. So lagen die privaten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten im Mai deutlich unter den Erwartungen, während die Beschäftigung einen weiterhin soliden Anstieg aufweist. Insgesamt haben die Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick der Vereinigten Staaten zugenommen. Die Konjunkturdaten für das Vereinigte Königreich überraschten negativ, wobei das Verbrauchervertrauen auf ein Rekordtief sank. In China erholt sich das Wirtschaftswachstum von der jüngsten Welle der Corona-Pandemie (Covid-19), wenngleich es nach wie vor schwach ist. Unterdessen zieht die Inflation in den großen Industrieländern weiter an und weist im Vormonatsvergleich erhöhte Zuwächse auf. Der Preisauftrieb breitet sich nun auch zunehmend auf den Dienstleistungssektor aus. Die Ölnotierungen sind seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Juni um rund 14 % gefallen, da das höhere Risiko einer konjunkturellen Verlangsamung die Folgen der Lieferengpässe überwiegt. Ungeachtet des Ölpreistrückgangs sind die Gaspreise in Europa kräftig gestiegen, was zu einer Verschärfung des Energiepreisschocks geführt hat.

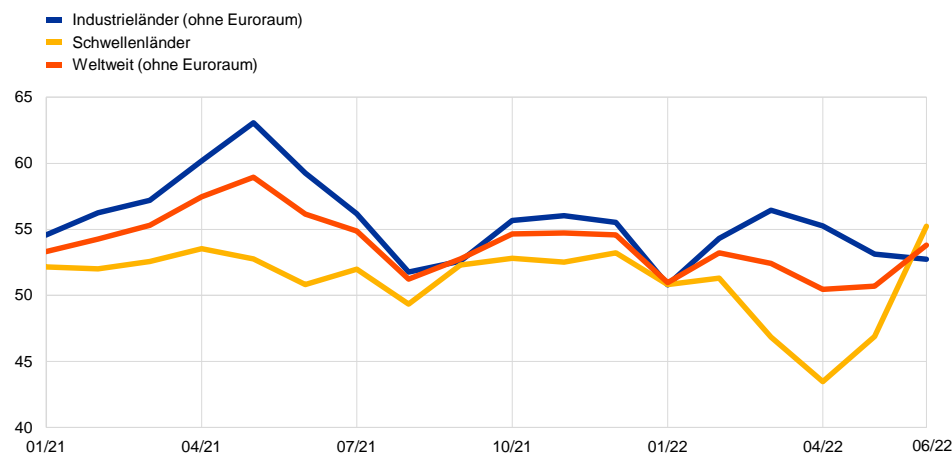
Die jüngsten Daten zur weltwirtschaftlichen Entwicklung deuten darauf hin, dass sich das Wachstum vor dem Hintergrund der weltweit hohen Inflation und der weltweiten Normalisierung der Geldpolitik abgeschwächt hat. Der

Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in den Industrieländern (ohne Euroraum) war von April bis Juni rückläufig. Grund hierfür war insbesondere die schwache Konjunktur in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich. Dagegen verbesserte sich die Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern im Juni deutlich, was vor allem dem konjunkturellen Aufschwung in China zu verdanken war (siehe Abbildung 1). Dieser war auf einen günstigen Pandemieverlauf und – damit einhergehend – darauf zurückzuführen, dass zahlreiche coronabedingte Restriktionen im Mai aufgehoben wurden. Der auf hochfrequenten Daten basierende Indikator der globalen Wirtschaftstätigkeit und die EMI-Ergebnisse für Juni lassen beide auf eine leichte Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit insbesondere in den Industrieländern schließen. Während die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine in Teilen allmählich nachlässt, belastet die Inflation die real verfügbaren Einkommen und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Wenngleich die Lockerung der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen das Wachstum in Asien stützen dürfte, wird erwartet, dass sich die globale Konjunktur in den kommenden Monaten weiter verlangsamt. Die Zentralbanken in den Industrie- und Schwellenländern normalisieren als Reaktion auf die stark steigende Inflation sukzessive ihren geldpolitischen Kurs.

Abbildung 1

EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quellen: IHS Markit, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022.

Die globalen Lieferkettenstörungen haben sich weiter verringert. Der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten kehrte im Juni in den meisten Volkswirtschaften fast auf das Vorkriegsniveau zurück, nachdem er sich im April und Mai verschlechtert hatte. Auch der EMI-Teilindex, der die Lieferengpässe abbildet, verbesserte sich auf globaler Ebene, und der Preisdruck schwächte sich weltweit ab. Die jüngsten Hochfrequenzdaten für die Aktivität im Hafen von Shanghai zeigen zudem, dass sich die Anspannungen im Seefrachtverkehr in China zurückbilden. Im Zuge der Aufhebung der pandemiebedingten Restriktionen und der nachlassenden Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf die Lieferketten dürfte es in den internationalen Produktionsnetzwerken zu weiteren Verbesserungen kommen. Mit Blick auf die Zukunft könnte der im Juni verzeichnete Rückgang des EMI für die Vorleistungspreise in Verbindung mit dem Abbau der Lieferkettenstörungen auf einen etwas geringeren Inflationsdruck auf der Angebotsseite hindeuten. Allerdings dauern die kriegsbedingten Angebotsengpässe bei Grundnahrungsmitteln (wie Weizen und Mais) sowie bei Düngemitteln an und belasten besonders in Afrika und im Nahen Osten die ohnehin schon vulnerablen aufstrebenden Volkswirtschaften.

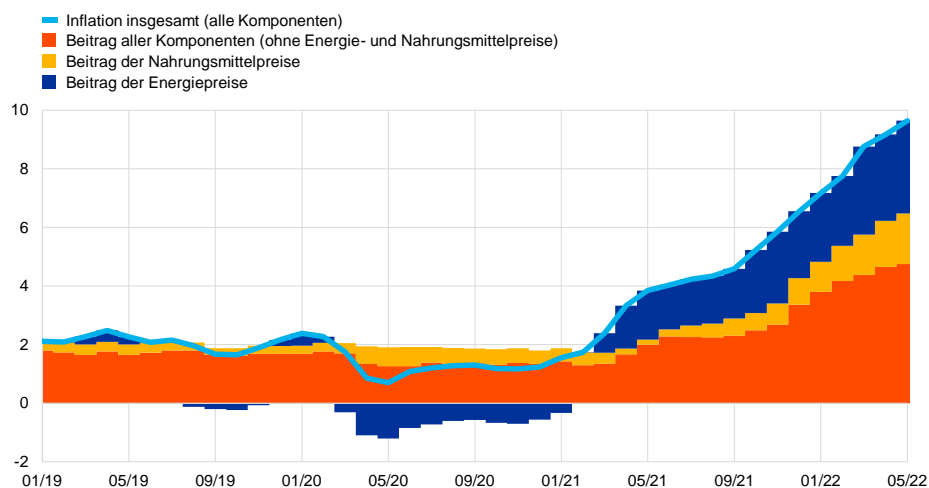
Der Welthandel ist infolge des Krieges in der Ukraine und der coronabedingten Eindämmungsmaßnahmen in China erneut geschrumpft. So ging der globale Warenhandel (ohne Euroraum) im April den dritten Monat in Folge zurück und verringerte sich damit seit Januar 2022 um insgesamt 1,9 %. Der Handelsindikator der EZB und der EMI-Teilindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft für Juni nahmen zwar leicht zu, lagen aber nach wie vor unterhalb der Wachstumsschwelle. Gleichwohl wird nach wie vor erwartet, dass der internationale Warenverkehr in den Jahren 2022 und 2023 moderat wachsen wird.

Der globale Inflationsdruck weitet sich auch auf den Dienstleistungssektor aus. Der jährliche Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) in den OECD-Staaten beschleunigte sich von 9,2 % im April auf 9,6 % im Mai. Ausschlaggebend hierfür waren die Energie- und die Nahrungsmittelkomponente sowie in geringerem Umfang

die Kerninflation (siehe Abbildung 2). In einer Reihe führender Industrieländer hat der Inflationsdruck angesichts der gestiegenen Vorleistungskosten und der Verlagerung der Nachfrage von Waren zurück zu Dienstleistungen nun auch das Dienstleistungsgewerbe erfasst.

Abbildung 2
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022.

Die Rohölpreise sind seit der EZB-Ratssitzung im Juni um 14 % gesunken, da die Märkte eine Abschwächung der realwirtschaftlichen Aktivität einzupreisen begannen. Zwar wurden die Ölnotierungen durch das graduelle Wiederhochfahren der Wirtschaft in China und die anhaltenden Angebotsengpässe gestützt, dieser Effekt wurde jedoch durch die Eintrübung der Wachstumsaussichten aufgezehrt. Auch die Preise anderer Rohstoffe wurden von den genannten Faktoren beeinflusst. Sowohl Metalle als auch Nahrungsmittel haben sich im Vergleich zum Niveau vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine verbilligt. Dank der jüngsten Fortschritte bei der Schaffung eines sicheren Korridors für Getreidelieferungen aus der Ukraine sind die Notierungen für Weizen und Mais seit der letzten Sitzung des EZB-Rats zurückgegangen. Bei den Gaspreisen wurden aufgrund von Lieferausfällen mit einem Plus von 119 % deutliche Preissteigerungen verzeichnet. Nachdem die Gaspreise in Europa vor dem Hintergrund kräftig gestiegener Gasvorräte eine Zeit lang rückläufig gewesen waren, zogen sie zuletzt wieder drastisch an, da die russischen Gaslieferungen nach Deutschland gedrosselt wurden.

In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal 2022 spürbar. Die privaten Konsumausgaben lagen im Mai deutlich unter den Erwartungen und wurden für April nach unten korrigiert. Der von der University of Michigan veröffentlichte Index des Verbrauchervertrauens fiel zudem im Juni auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen in den 1950er-Jahren. Darüber hinaus zeichnet sich am Wohnimmobilienmarkt angesichts überraschend schwacher Baubeginn-Daten für Mai eine Eintrübung ab. Dagegen bleibt die Lage am Arbeitsmarkt angespannt, und den Verbrauchern stehen überdies

nach wie vor überschüssige Ersparnisse zur Verfügung, mit denen sie im weiteren Verlauf Ausgaben finanzieren können. Insgesamt haben die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten angesichts der gestiegenen Unsicherheit zugenommen. Die jährliche am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im Mai auf 8,6 % und im Juni auf 9,1 %. Beide Werte lagen über den Markterwartungen. Im Vormonatsvergleich stieg die VPI-Gesamtinflation im Mai auf 1,0 % und im Juni auf 1,3 % und wies damit historisch hohe Zuwachsraten auf. Mit Blick auf das Rezessionsrisiko zeigte eine vom Wall Street Journal unter Wirtschaftsfachleuten durchgeführte Umfrage von Ende Juni, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den kommenden zwölf Monaten auf 44 % geschätzt wird.

In China sorgte die Aufhebung der Corona-Eindämmungsmaßnahmen im Juni für eine konjunkturelle Erholung, auch wenn das zugrunde liegende Wachstum schwach bleibt und die abwärtsgerichteten Risiken nach wie vor erhöht sind.

Die Covid-19-Fälle gingen Anfang Juni merklich zurück, und die Restriktionen wurden daraufhin weiter gelockert. Dementsprechend näherten sich die Mobilitätsindikatoren wieder ihrem normalen Niveau an. Die monatlichen harten Konjunkturdaten erholten sich im Mai zum Teil. Im Juni dürften sie sich weiter verbessert haben, denn der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg im Juni sprunghaft an und lag wieder auf dem Vorpandemieniveau. Mit Blick auf die nähere Zukunft wurden zusätzliche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen angekündigt, die die Infrastrukturausgaben im dritten Quartal ankurbeln dürften. Das BIP-Wachstum wird den Erwartungen zufolge 2022 jedoch deutlich unter dem offiziellen Wachstumsziel von 5,5 % bleiben, da es unter anderem durch eine anhaltend schwache Entwicklung im Wohnimmobiliensektor gebremst wird.

In Japan liegt die jährliche VPI-Inflationsrate noch immer oberhalb der Zielmarke der Bank von Japan. Der kräftige Anstieg der Teuerungsrate im April war auf den Wegfall starker negativer Basiseffekte im Zusammenhang mit den Mobilfunkgebühren zurückzuführen. Die Gesamtinflation belief sich im Mai unverändert auf 2,5 % und wurde von den hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen bestimmt. Die Kerninflation stieg hingegen nur geringfügig. Aus der Tankan-Umfrage vom Juni lässt sich ablesen, dass die Unternehmen die gestiegenen Vorleistungskosten nun wohl nach und nach auf die Endpreise überwälzen. Die Bank von Japan hielt trotz des zunehmenden Drucks der Märkte an ihrer Politik der Steuerung der Zinsstrukturkurve fest. Durch die Zinsdifferenz zu anderen großen Zentralbanken erhöhte sich der Abwertungsdruck auf den Yen, der auf einen Wert fiel, wie er seit der Zeit unmittelbar nach der asiatischen Finanzkrise im Jahr 1997 nicht mehr verzeichnet worden war. Die japanische Notenbank ließ indessen keine Änderung ihres geldpolitischen Kurses erkennen.

Im Vereinigten Königreich ist die Wachstumsdynamik angesichts einer Eintrübung des Geschäftsklimas und des Inflationsanstiegs, der die Verbrauchernachfrage belastet, weiter rückläufig. Die monatlichen Daten zum BIP fielen im April unerwartet schwach aus. Die Einzelhandelsumsätze gaben ebenfalls nach, und das Verbrauchervertrauen sank auf einen historisch niedrigen Stand. Die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate kletterte im Mai auf 9,1 %, wobei sich

der Inflationsdruck nun auch zunehmend auf den Dienstleistungssektor erstreckt. Die Reallöhne sanken merklich, und die kurzfristigen Indikatoren signalisieren eine Eintrübung des Geschäftsklimas. Das BIP im Vereinigten Königreich dürfte im zweiten Quartal geschrumpft sein.

In Russland deuten die aktuellen Daten weiterhin auf eine Verschlechterung der Wirtschaftslage hin. Die Auswirkungen des Krieges auf die russische Wirtschaft werden allmählich auf breiterer Front spürbar. So sanken die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze im Mai erneut, während die Automobilproduktion fast vollständig zum Erliegen kam. Allerdings lassen die BIP-Daten für das erste Quartal 2022 ebenso wie die Leistungsbilanzdaten für das zweite Quartal darauf schließen, dass der Wirtschaftseinbruch im laufenden Jahr möglicherweise weniger gravierend ausfallen könnte als bisher angenommen. Die Gesamtinflation ging bis Mitte Juni auf 16 % zurück (nach 18 % im April und 17 % im Mai). Hauptgrund hierfür waren die Aufwertung des Rubel und die schwächere Konsumnachfrage. Am 10. Juni 2022 senkte die russische Zentralbank ihren Leitzins zum vierten Mal auf nun 9,5 % (nach 11,0 % im Mai), womit der Zins wieder auf demselben Stand wie vor der Zinsanhebung auf 20 % lag. Letztere war im Februar im Rahmen einer Notfallmaßnahme wegen des russischen Einmarschs in die Ukraine und der daraus resultierenden Sanktionen vorgenommen worden.

2 Konjunktorentwicklung

Nachdem sich das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2022 aufgrund positiver Beiträge des Außenhandels und der Vorratsveränderungen auf 0,5 % belaufen hatte, dürfte es im zweiten Jahresviertel vom Wiederhochfahren der Wirtschaft getragen worden sein. Die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit hat zu einer Erholung des Konsums kontaktintensiver Dienstleistungen und einer regen Aktivität in der Tourismusbranche beigetragen, was auch im dritten Quartal das Wachstum stützen dürfte. Gebremst wird die Wachstumsdynamik indessen nach wie vor durch den anhaltenden Krieg zwischen Russland und der Ukraine, die hohe Inflation, Lieferkettenstörungen und die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen.² Die erhöhte Unsicherheit, der Preisdruck bei Rohstoffen, der zum Teil durch die reduzierten Gaslieferungen aus Russland bedingt ist, sowie die verschärften Finanzierungsbedingungen dürften sich in den kommenden Quartalen dämpfend auf die Konsum- und Investitionsausgaben auswirken. Zudem könnte eine weitere Drosselung der Gaslieferungen aus Russland – mit der Aussicht auf eine Gasrationierung in den Herbst- und Wintermonaten – die Konjunktur deutlich schwächen und zu weiteren Energiepreissteigerungen führen. Allerdings könnten die Auswirkungen weiterer Störungen der Energieversorgung durch den robusten Arbeitsmarkt, die hohen Ersparnisse und zusätzliche gezielte finanzpolitische Maßnahmen abgemildert werden.

Das Wachstum des realen BIP dürfte im zweiten Quartal 2022 trotz des anhaltenden Krieges in der Ukraine, der hohen Inflation, der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und der fortbestehenden Unsicherheit vom Wiederhochfahren der Wirtschaft und von der regen Geschäftstätigkeit im Tourismussektor getragen worden sein. Das reale BIP des Euro-

Währungsgebiets erhöhte sich im ersten Quartal 2022 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren positive Beiträge des Außenhandels und der Vorratsveränderungen. Die Binnennachfrage war hingegen rückläufig. Ohne Irland gerechnet stieg das euroraumweite BIP um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Im zweiten Quartal 2022 scheint der von der Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen ausgehende positive Effekt auf die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet die fortbestehenden Bremsfaktoren für den Konsum und die Investitionen mehr als wettgemacht zu haben. Die aktuellen Daten stützen diese Beobachtung. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) lag in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals leicht unter dem Niveau des ersten Jahresviertels. Dementsprechend fiel auch der Wachstumsbeitrag des verarbeitenden Gewerbes vernachlässigbar gering aus. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums lag im zweiten Quartal mit durchschnittlich 54,2 Punkten nur leicht unter dem im ersten Vierteljahr verzeichneten Wert (siehe Abbildung 3). Was die Produktion im

² Der am 29. Juli von Eurostat veröffentlichten Schnellschätzung zufolge erhöhte sich das reale BIP des Euroraums im zweiten Quartal 2022 um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend für diesen unerwartet hohen Schätzwert, der zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juli noch nicht verfügbar war, scheinen kräftige Wachstumsimpulse des Dienstleistungssektors vor dem Hintergrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft gewesen zu sein, während sich die Industrie schwächer entwickelte.

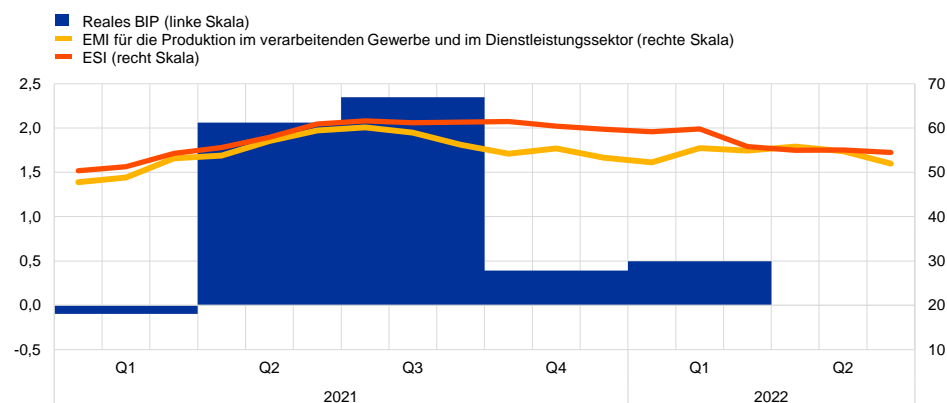
verarbeitenden Gewerbe betrifft, so fiel der entsprechende EMI im Juni des laufenden Jahres erstmals seit Juni 2020 unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten, was einen Rückgang signalisiert (siehe Abbildung 4, Grafik a). Dies deutet auf eine Abschwächung der Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe hin, die insbesondere auf akute Lieferkettenstörungen, hohe Rohstoffpreise infolge des russischen Einmarschs in die Ukraine sowie den Anstieg der allgemeinen Unsicherheit zurückzuführen ist. Auch der EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe setzte im Juni seinen Abwärtstrend fort. Aus dem EMI für die Lieferzeiten war indes abzulesen, dass die Lieferengpässe im Juni zwar nach wie vor gravierend waren, aber etwas nachließen. Die Konjunktur im Dienstleistungssektor erholte sich hingegen im zweiten Quartal 2022 und dürfte sich im dritten Quartal weiter beleben. Die Dienstleistungsproduktion lag im April 2,4 % über dem Niveau des ersten Jahresviertels. Grund hierfür war, dass sich die Nachfrage im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft von Waren hin zu Dienstleistungen verlagerte. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor wies im zweiten Quartal einen Durchschnittswert von 55,6 Punkten auf. Er verbesserte sich damit leicht gegenüber dem Durchschnitt des ersten Quartals, wenngleich er im Juni rückläufig war (siehe Abbildung 4, Grafik b). Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sank im Juni geringfügig, was auf eine Wachstumsverlangsamung im zweiten Quartal hindeutet (siehe Abbildung 3). Während das Unternehmensvertrauen in der Industrie und im Dienstleistungssektor leicht zunahm, ging es im Einzelhandel und im Baugewerbe zurück. Das Verbrauchervertrauen nahm im Juli weiter ab und fiel unter den Stand, der zu Beginn der Covid-19-Krise im April 2020 verzeichnet worden war.³ Darin kamen die anhaltenden Inflationssorgen vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und akuten Lieferkettenstörungen zum Ausdruck.

³ Die am 20. Juli von der Europäischen Kommission veröffentlichte Schnellschätzung zum Vertrauensindikator für die Verbraucher lag bei -27 Punkten.

Abbildung 3

Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %; rechte Skala: Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Standard & Poor's Global Ratings und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022 (reales BIP) bzw. Juni 2022 (EMI und ESI).

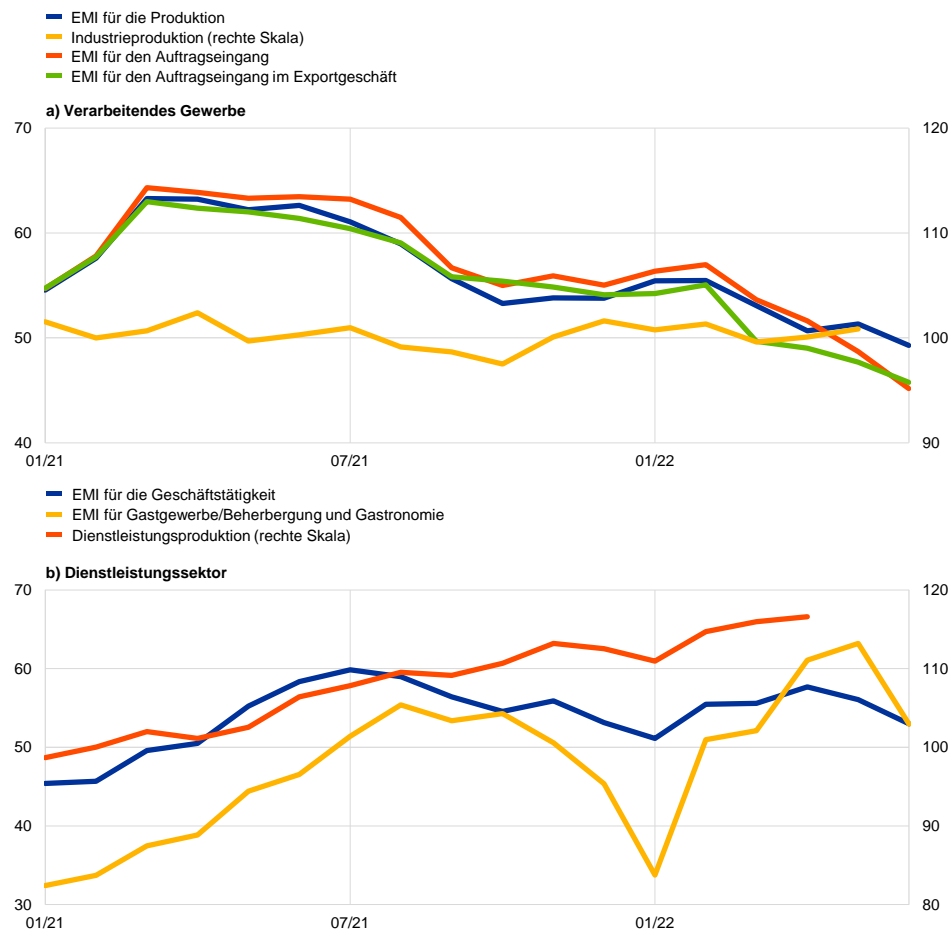
Die Erholung des Konsums kontaktintensiver Dienstleistungen sollte der Konjunktur Auftrieb verleihen, wenngleich weiterhin mit Bremsfaktoren zu rechnen ist.

Die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen wird durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft angekurbelt, was dem Tourismussektor zugutekommt. Steigende Energiepreise und die erhöhte Unsicherheit dämpfen jedoch die Stimmung von Verbrauchern und Unternehmen. Wie aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen hervorgeht, rechnen die Ansprechpartner damit, dass die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit den aktuellen Belastungen bis zu einem gewissen Grad entgegenwirken und so die Entwicklung kontaktintensiver Dienstleistungen, insbesondere im Tourismus, beflügeln wird. Die befragten Unternehmen – vor allem jene aus dem Einzelhandel – äußern jedoch nach wie vor Bedenken hinsichtlich der weiteren Nachfrageentwicklung, insbesondere nach dem Sommer (siehe Kasten 5). Zwar sind die Risiken für die Wachstumsaussichten in den Herbst- und Wintermonaten ausgesprochen hoch, speziell im Falle weiterer Einschnitte bei der Energieversorgung. Es gibt jedoch auch positive Faktoren, die die Konjunktur weiterhin stützen. So sollten der robuste Arbeitsmarkt, die während der Pandemie angehäuften Ersparnisse sowie die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen dazu beitragen, die Auswirkungen einer höheren Inflation auf Einkommen und Konsum abzufedern. Auch Fortschritte bei der Umsetzung des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ (NGEU) dürften die wirtschaftliche Erholung stärken.

Abbildung 4

Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor

(linke Skala: Diffusionsindex; rechte Skala: Index, Februar 2020 = 100)



Quellen: Standard & Poor's Global Ratings, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022 (Industrieproduktion), Juni 2022 (EMIs) bzw. April 2022 (Dienstleistungsproduktion).

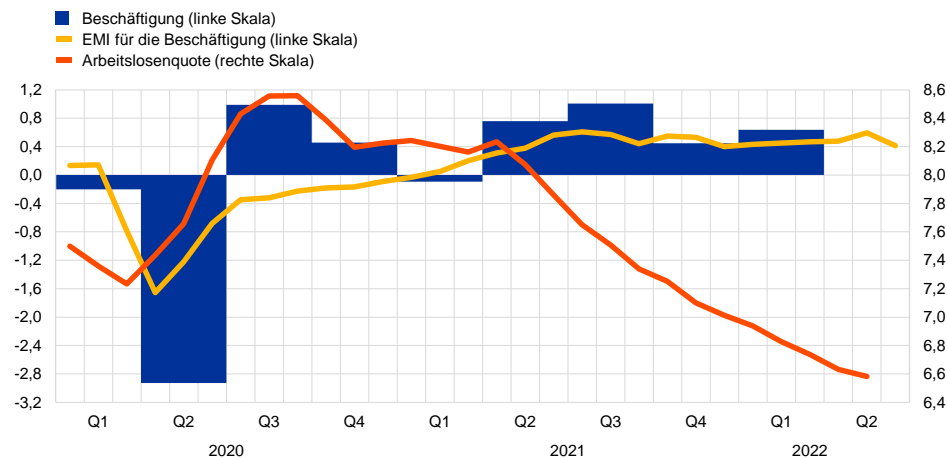
Die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets verbessert sich trotz der wirtschaftlichen Folgen des Krieges in der Ukraine weiter.

Die Arbeitslosenquote belief sich im Mai 2022 auf 6,6 %. Sie war somit etwas niedriger als im April und lag rund 0,8 Prozentpunkte unter dem im Februar 2020 vor der Pandemie verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 5). Damit wies die Arbeitslosigkeit den niedrigsten Stand seit Bestehen des Eurogebiets auf. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass nach wie vor Programme zur Arbeitsplatzsicherung in Anspruch genommen werden, wenn auch in immer geringerem Umfang. Die Gesamtbeschäftigung erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2022 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im Schlussquartal 2021 um 0,4 % gestiegen war. Infolge der wirtschaftlichen Erholung nach Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen sank der Anteil der Beschäftigten, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnahmen, im März 2022 auf 1,1 % der Erwerbspersonen (nach rund 1,6 % im Dezember 2021). Dies spiegelt sich auch in den geleisteten Gesamtarbeitsstunden wider, die sich vor allem in der Industrie und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen ihrem Vorpandemieniveau annähern, wenngleich sie immer noch darunter liegen.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %, Diffusionsindex; rechte Skala: in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022 (Beschäftigung), Juni 2022 (EMI) bzw. Juni 2022 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten nach wie vor auf einen insgesamt robusten Arbeitsmarkt im Euroraum hin.

Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor blieb im zweiten Quartal 2022 insgesamt in etwa auf dem Stand des ersten Jahresviertels, was auf einen weiteren Beschäftigungszuwachs schließen lässt. Der gegenüber Mai verzeichnete Rückgang um 1,8 Punkte auf 54,1 Zähler im Juni weist jedoch auf eine Abschwächung der Dynamik hin. Der Indikator liegt nunmehr seit Februar 2021 oberhalb der Wachstumsschwelle. Nach Sektoren aufgeschlüsselt ist festzustellen, dass der EMI-Beschäftigungsindikator sowohl für den Dienstleistungssektor als auch für das verarbeitende Gewerbe weiterhin ein robustes Beschäftigungswachstum signalisiert.

Bei den privaten Konsumausgaben ist eine Verschiebung von Waren hin zu Dienstleistungen zu beobachten.

Im ersten Quartal 2022 verringerten sich die privaten Konsumausgaben um 0,4 %. Dabei waren sowohl Dienstleistungen als auch Waren vom Nachfragerückgang betroffen. Der Warenkonsum der privaten Haushalte dürfte auch im zweiten Quartal angesichts der hohen Inflation, der erhöhten Unsicherheit und der fortbestehenden Engpässe in der Warenproduktion und in den entsprechenden Vertriebsnetzen schwach gewesen sein. Dies wird durch die jüngste Entwicklung der Einzelhandelsumsätze bestätigt, die im Zeitraum von April bis Mai 2022 durchschnittlich 0,8 % unter ihrem Stand vom ersten Jahresviertel lagen. Unterdessen wurde bei den Pkw-Neuzulassungen vom ersten zum zweiten Quartal ein Rückgang um 3 % verbucht. Das Verbrauchervertrauen nahm im zweiten Vierteljahr und im Juli weiter ab. Darin kamen die anhaltenden Sorgen mit Blick auf die hohe Inflation und die gesunkenen Erwartungen zur Wirtschafts- und Finanzlage vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und akuter Lieferengpässe zum Ausdruck. In der Tourismusbranche hat sich die Nachfrage indes weiter erholt. Mit der Aufhebung der Restriktionen verlagern sich die Ausgaben der privaten Haushalte

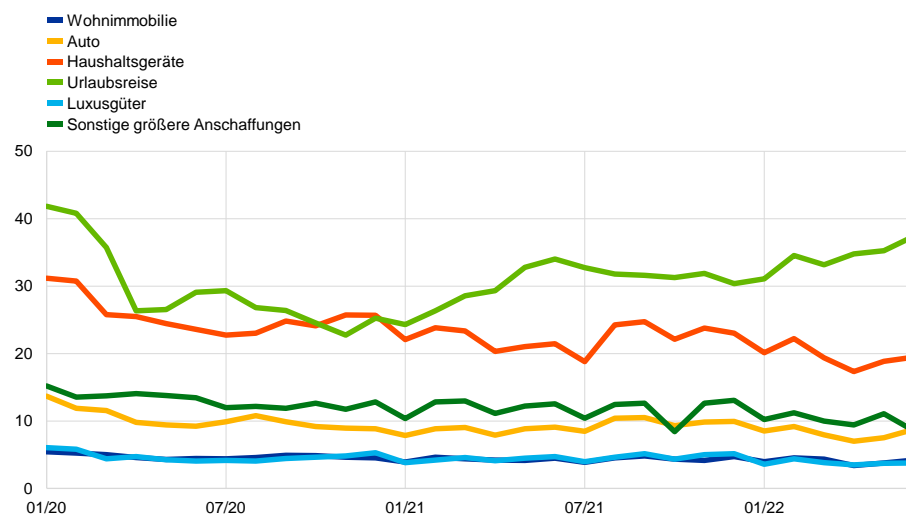
wieder zunehmend von Waren hin zu kontaktintensiven Dienstleistungen, was die Nachfrage kurzfristig stützt. Laut den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Juni dürfte die erwartete Nachfrage nach Beherbergungs-, Gastronomie- und Reisedienstleistungen trotz der eingetrübten Stimmung dem Wachstum der privaten Konsumausgaben – zumindest im Sommer – Auftrieb verleihen.⁴ Dies legen auch die jüngsten Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für Juni nahe. Sie zeigen, dass die privaten Haushalte Urlaubsreisen priorisierten, während sich größere Anschaffungsvorhaben (z. B. der Kauf eines Autos oder von Haushaltsgeräten) weiterhin verhalten entwickelten (siehe Abbildung 6). Zugleich wird der Konsum jedoch teilweise durch die während der Pandemie aufgebauten umfangreichen Ersparnisse der privaten Haushalte und die nach wie vor gute Arbeitsmarktlage gestützt. Letztere trägt zum Erhalt des Arbeitseinkommens insgesamt bei. Die Sparquote der privaten Haushalte erhöhte sich im ersten Quartal 2022 geringfügig auf 15 % des verfügbaren Einkommens, was vor allem den Auswirkungen der coronabedingten Einschränkungen und der gestiegenen Unsicherheit zuzuschreiben war. Im weiteren Verlauf dürfte der vorsichtsbedingten Ersparnisbildung, die infolge der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine an Bedeutung gewonnen hat, allerdings ein zunehmender Rückgriff der privaten Haushalte auf ihre Ersparnisse gegenüberstehen, um die negativen Effekte des Energieschocks zumindest teilweise abzufedern. Die asymmetrische Verteilung der Sparfähigkeit der privaten Haushalte, zunehmende finanzielle Sorgen und die damit verbundene Unsicherheit könnten sich allerdings als limitierende Faktoren erweisen, wenn es darum geht, inwieweit die Ersparnisse die anhaltende Erholung der Konsumausgaben vor den jüngsten Energiepreissteigerungen abschirmen können (siehe Kasten 3).

⁴ Abbildung 4, Grafik b zeigt jedoch, dass die EMI-Daten für den Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie für Juni eine leichte Abschwächung signalisierten.

Abbildung 6

Größere Anschaffungsvorhaben der privaten Haushalte in den nächsten zwölf Monaten

(in % der Befragten)



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022.

Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte im zweiten Quartal 2022 verhalten gewesen sein.

Die Investitionen ohne Bauten sanken in den ersten drei Monaten des Jahres 2022 um 3,6 % gegenüber dem Vorquartal. Ursächlich hierfür waren Schwankungen bei den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland. Ohne Irland gerechnet erhöhten sich die Investitionen im Eurogebiet um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal, was auf das Wachstum in den vier größten Ländern des Euroraums und vor allem auf den Investitionszuwachs in Ausrüstungen ohne Fahrzeuge zurückzuführen war. Im Mai erholte sich die Investitionsgüterproduktion zum Teil. Gegenüber dem Vormonat nahm sie um 2,5 % zu, nachdem sie sich im März deutlich (um 3,5 %) und im April moderat (um 0,6 %) verringert hatte. Damit liegt sie aber noch immer unter ihrem Durchschnitt vom ersten Quartal, was auf Abwärtsrisiken für die Unternehmensinvestitionen hindeutet. Die Umfrageergebnisse vom Juni lassen ebenfalls auf eine geringere Dynamik schließen. Gründe hierfür sind anhaltende Lieferkettenstörungen, die erhöhte Unsicherheit, hohe Vorleistungskosten und die sich abschwächende Nachfrage nach Investitionsgütern. Die Abwärtsrisiken dürften in der zweiten Jahreshälfte fortbestehen. Zunehmende Bedenken hinsichtlich einer möglichen Gasrationierung infolge des Krieges zwischen Russland und der Ukraine, gepaart mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und einer schwächeren Endnachfrage, dürften die Nachfrage nach Unternehmensinvestitionen ebenfalls schmälern. Gleichwohl könnten auch mehrere Faktoren die Unternehmensinvestitionen stützen und den Abwärtsdruck teilweise dämpfen. Hierzu zählen die Verfügbarkeit von einbehaltenen Gewinnen und Cashflows, anhaltende Investitionsanreize durch NGEU-Auszahlungen und Investitionsmöglichkeiten durch eine weitere Förderung des ökologischen und digitalen Wandels der Wirtschaft (siehe [Aufsatz 1 im Wirtschaftsbericht 4/2022](#)).

Das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen dürfte sich angesichts der zunehmenden Unsicherheit und der nachlassenden Nachfrage im zweiten Quartal 2022 abgeschwächt haben.

Nachdem die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2022 stark gestiegen waren, dürften sie im zweiten Quartal deutlich an Dynamik verloren haben. Trotz der sehr guten Auftragslage, die sich an der zunehmenden Zahl der Baugenehmigungen in den ersten drei Monaten des Jahres ablesen lässt, lag die Produktion im Hochbau im April und Mai im Durchschnitt nur 0,1 % über ihrem Stand vom ersten Quartal. Umfragedaten deuten ebenfalls auf eine Abschwächung der Bautätigkeit vor dem Hintergrund zunehmender Belastungen für die Nachfrage hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit stieg im Juni an, verzeichnete im Durchschnitt des zweiten Quartals aber einen Rückgang. Zurückzuführen war dies auf einen geringeren stützenden Effekt der Nachfrage und der Finanzierungsbedingungen sowie auf den anhaltenden, wenngleich nachlassenden Material- und Arbeitskräftemangel. Der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln zufolge waren die kurzfristigen Umsatzerwartungen der Bauunternehmen zu Beginn des zweiten Quartals immer noch hoch. Jedoch meldeten die Unternehmen vermehrt Bedenken in Bezug auf Materialkosten, Kundenakquise und Zugang zu Finanzmitteln. Die Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission bestätigten einen deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Wohnimmobilien. Wenngleich die kurzfristigen Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte nach wie vor über dem langfristigen Durchschnitt lagen, wurde im zweiten Vierteljahr der stärkste Quartalsrückgang seit Beginn der Aufzeichnungen verbucht. Insgesamt könnten die erhöhte Unsicherheit und die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen den Abwärtsdruck auf die anhaltende Erholung der Wohnungsbauinvestitionen verstärken.

Die Warenausfuhren stiegen zwar im April moderat an, doch haben sich die kurzfristigen Aussichten erheblich eingetrübt.

Im April 2022 erhöhten sich die nominalen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets moderat, während die Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums deutlich zunahmen. Das Defizit in der Warenhandelsbilanz stieg in Anbetracht der höheren Kosten für Energieimporte und der verhaltenen Exportleistung weiter an. Die Ausfuhren nach Russland gingen im April abermals zurück, nachdem sie sich im März bereits halbiert hatten. Ursächlich hierfür waren die Auswirkungen der internationalen Sanktionen. Hochfrequente Handelsdaten weisen darauf hin, dass bei den Lieferengpässen im zweiten Quartal 2022 im Vergleich zum Vorquartal erste Anzeichen einer Entspannung zu erkennen waren. Umfragen lassen jedoch darauf schließen, dass die Unternehmen auf absehbare Zeit weiterhin mit Störungen in den internationalen Wertschöpfungsketten konfrontiert sein werden. Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen auf eine Verlangsamung der Ausfuhren hin. Darin spiegeln sich weitere Exportschwächen im verarbeitenden Gewerbe und Kapazitätsengpässe im Tourismussektor wider. Den EMI-Daten für Juni zufolge fiel der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes noch weiter in den Kontraktionsbereich, und auch der Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors sank nach einer Erholung im Mai wieder unter die Wachstumsschwelle. Die Tourismusindikatoren wiesen im Juni Anzeichen einer Abschwächung auf, nachdem sie bis zum Frühjahr sukzessive gestiegen

waren. Allerdings lagen alle Indikatoren (außer für Flüge) weiterhin über dem Vorpandemieniveau.

In Bezug auf die Konjunkturaussichten überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken. Während die pandemiebedingten Risiken auf kurze Sicht begrenzt bleiben, stellt der Krieg zwischen Russland und der Ukraine weiterhin ein erhebliches Abwärtsrisiko für das Wachstum dar. Eine wesentliche Gefahr besteht vor allem in einer weiteren Störung der Energieversorgung des Euroraums, die zu einer Rationierung der Gaslieferungen an Unternehmen und private Haushalte führen könnte. Zudem könnte der Krieg das Vertrauen weiter schwächen und angebotsseitige Engpässe verstärken. Zugleich könnten die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet.

3 Preise und Kosten

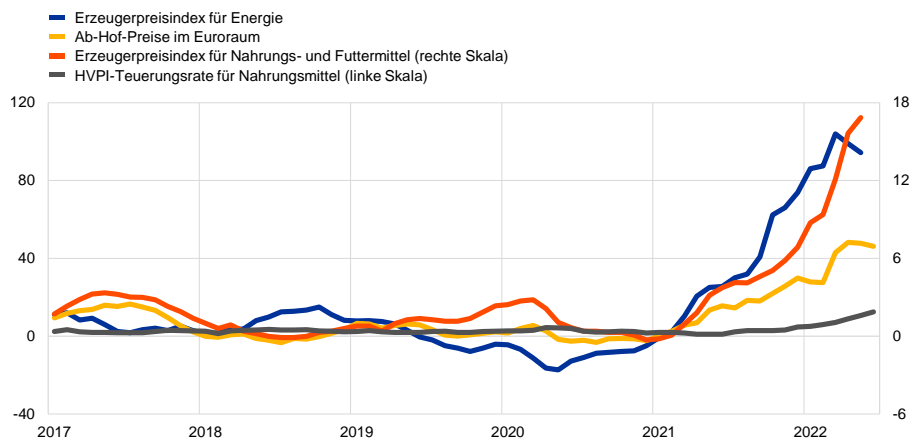
Die Inflation hat im Juni weiter auf 8,6 % angezogen. Die steigenden Energiepreise leisteten erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation. Auch der Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln hat sich weiter verstärkt, was zum Teil auf die Bedeutung der Ukraine und Russlands als Erzeugerländer von Agrarprodukten zurückzuführen ist. Die anhaltenden Lieferengpässe bei Industrieerzeugnissen und die sich erholende Nachfrage, insbesondere im Dienstleistungssektor, waren ebenfalls für die derzeit hohen Inflationsraten verantwortlich. Der Preisdruck weitet sich auf immer mehr Sektoren aus. Dies liegt unter anderem daran, dass die hohen Energiekosten indirekte Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben. Dementsprechend sind die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiter gestiegen. Infolge des anhaltenden Drucks, der von der Preisentwicklung bei Energie und Nahrungsmitteln ausgeht, und des Drucks auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette dürfte die Inflation noch einige Zeit auf hohem Niveau bleiben. Auch die Abwertung des Euro war für den höheren Inflationsdruck maßgeblich. Sofern es künftig nicht zu neuen Störungen kommt, dürften sich die Energiekosten stabilisieren und die Lieferengpässe verringern. Zusammen mit der laufenden geldpolitischen Normalisierung dürfte dies dazu beitragen, dass die Inflation zum Zielwert der EZB zurückkehrt.

Die HVPI-Inflation kletterte im Juni auf einen neuen Rekordstand. Verantwortlich für den erneuten Anstieg der Inflationsrate von 8,1 % im Mai auf 8,6 % im Juni war vor allem der stärkere Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln. Die Jahresänderungsrate der Verbraucherpreise für Energie bewegte sich nur noch geringfügig nach oben, blieb aber mit über 40 % außergewöhnlich hoch. Auf diese Rate entfiel nach wie vor mehr als die Hälfte der Gesamtinflation. Die auf erhöhtem Niveau liegenden Großhandelspreise für Gas, Öl und Strom sowie hohe Raffinerie- und Vertriebsmargen für Kraftstoffe (vor allem für Diesel) trugen zur starken Energieverteuerung bei. Da die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe ebenso wie die Ab-Hof-Preise im Euroraum zugenommen haben, hat sich der Preisauftrieb sowohl bei verarbeiteten als auch bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln verstärkt. Der Druck auf die Nahrungsmittelpreise ist zunehmend auf höhere Vorleistungskosten im Zusammenhang mit Energie und Düngemitteln zurückzuführen (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7

Kostendruck bei Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

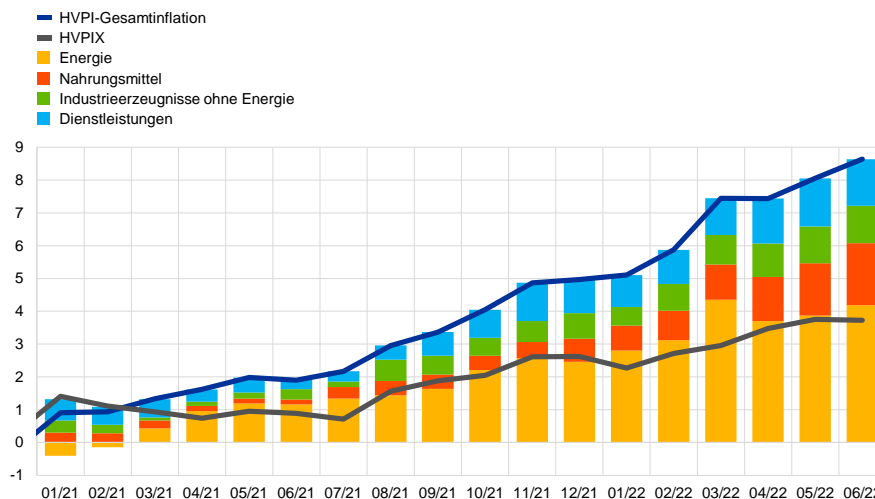
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022 (Ab-Hof-Preise im Euroraum) bzw. Mai 2022 (sonstige Angaben).

Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ist im Juni leicht auf 3,7 % gesunken, da der geringe Inflationsanstieg bei den Industrierzeugnissen ohne Energie durch den sich abschwächenden Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mehr als ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 8). Auch hier blieben höhere Vorleistungskosten infolge der sprunghaft gestiegenen Energiepreise ein wichtiger Faktor. Die Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie erreichte einen neuen Höchststand, für den die Preisentwicklung sowohl bei Gebrauchs- als auch bei Verbrauchsgütern verantwortlich war. Angesichts der weltweiten Lieferstörungen, die sich infolge des Krieges in der Ukraine und der indirekten Effekte im Zusammenhang mit den hohen Energiekosten weiter verstärkten, wurden bei beiden Komponenten abermals umfangreiche monatliche Preisanstiege verzeichnet. Die Dienstleistungen wiesen als einzige HVPI-Hauptkomponente eine rückläufige Teuerungsrate auf, was zum Teil auf die vorübergehende Einführung des 9-Euro-Tickets im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland zurückzuführen war. Lässt man die Auswirkungen dieser Maßnahme außer Acht, setzte sich die Aufwärtsentwicklung der dienstleistungsbezogenen Inflationsrate fort. Hauptantriebsfaktoren für den Preisauftrieb bei den Dienstleistungen sind immer noch die höheren Energiekosten, die vor allem den Bereich Verkehr betreffen, die sprunghaft steigenden Nahrungsmittelpreise, die hauptsächlich in der Gastronomie zum Tragen kommen, sowie die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft zusammenhängenden Effekte, die bei Positionen wie Beherbergungsdienstleistungen besonders zu Buche schlagen.

Abbildung 8

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022.

Zahlreiche Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind im Juni auf über 3,5 % gestiegen (siehe Abbildung 9).

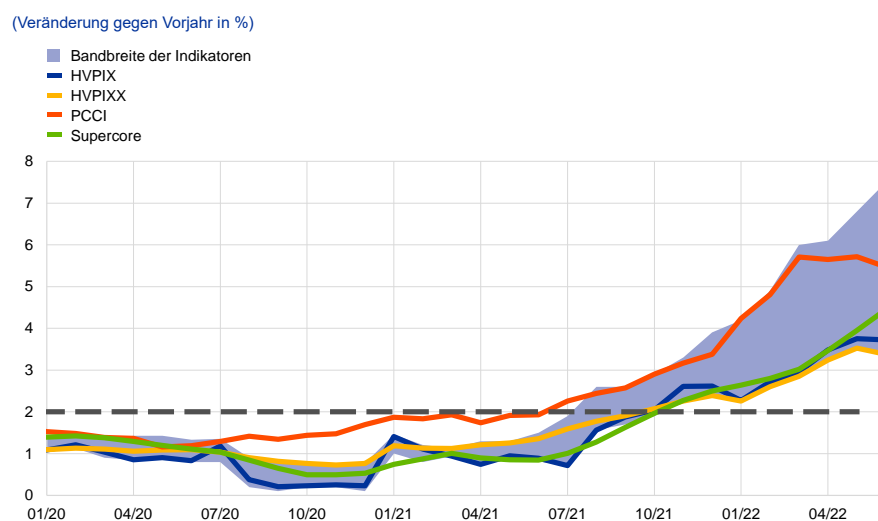
Einige ausschlussbasierte Messgrößen waren rückläufig, andere hingegen haben sich weiter erhöht. So lag die Teuerung nach dem HVPIX im Juni mit 3,7 % zwar weiterhin auf erhöhtem Niveau, war aber gegenüber Mai (3,8 %) leicht gesunken. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) nahm ebenfalls geringfügig ab und betrug 3,4 %. Indes verringerte sich die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) auf 5,5 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche HVPI-Komponenten umfasst, erhöhte sich unterdessen von 3,9 % auf 4,5 %. Wahrscheinlich stand der Rückgang einiger Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Zeichen des sehr kräftigen Effekts, der sich aus der Einführung des 9-Euro-Tickets für den öffentlichen Nahverkehr in Deutschland ergab. Der Indikator der Binneninflation schließlich, der die Preisentwicklung bei Komponenten mit niedrigerer Importintensität erfasst, ist auf über 3 % gestiegen.⁵ Es ist nach wie vor ungewiss, ob diese Indikatoren dauerhaft auf einem derart erhöhten Niveau liegen werden. Ein Großteil der Aufwärtsdynamik der zugrunde liegenden Inflation lässt sich auf indirekte Effekte der sprunghaft angestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der außergewöhnlichen Entwicklung von Angebot und Nachfrage zurückführen, die sich im Zusammenhang mit der Pandemie und dem Einmarsch Russlands in die Ukraine ergeben haben.

Aus den zuletzt verfügbaren Daten geht hervor, dass sich das Wachstum der Tarifverdienste im ersten Quartal 2022 auf 2,8 % belief, verglichen mit 1,6 % im Vorquartal. Für diese Zunahme waren vornehmlich Einmalzahlungen verantwortlich. Was die Indikatoren des tatsächlichen Entgelts anbelangt, so lag der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Stunde und beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bei

⁵ Siehe EZB, [Ein neuer Indikator der Binneninflation im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

1,2 % (Vorquartal: 1,3 %) bzw. 4,5 % (Vorquartal: 3,8 %). Die Diskrepanz zwischen diesen beiden Messgrößen der tatsächlichen Lohnentwicklung ist darauf zurückzuführen, dass sich die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten als Reaktion auf die konjunkturelle Entwicklung und die nachlassenden Auswirkungen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung verändert hat. Die künftige Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation wird ganz wesentlich von der Lohndynamik abhängen.

Abbildung 9
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation



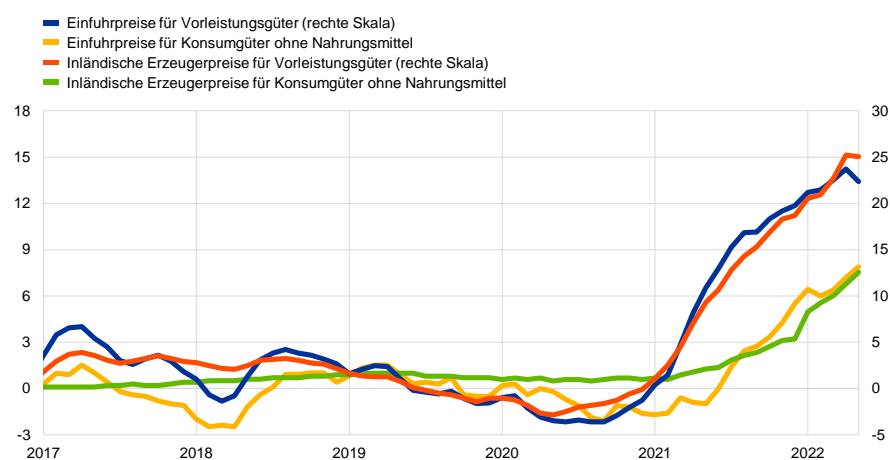
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX), HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX), getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022.

Der Druck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie hat sich auf sämtlichen Stufen der Preissetzungskette weiter erhöht (siehe Abbildung 10). Aufgrund der Störungen in den Lieferketten, die sich im Gefolge des Krieges in der Ukraine erneut verstärkt haben, und angesichts des Anstiegs der globalen Rohstoffpreise (darunter vor allem für Energie, aber auch für diverse Metalle) stieg der Kostendruck weiter an und erreichte neue historische Höchststände. Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette der im HVPI erfassten Industrieerzeugnisse ohne Energie verringerte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter im Mai 2022 leicht auf 25,0 % nach 25,2 % im Vormonat. Das jährliche Wachstum der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter ging ebenfalls zurück und lag im Mai bei 22,4 % nach 23,7 % im April. Auch auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette trat der Kostendruck bei den Vorleistungen deutlicher zutage. So erhöhte sich die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 6,8 % im April auf 7,5 % im Mai. Verglichen mit einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 0,6 % im Zeitraum von 2001 bis 2019 waren dies erneut außergewöhnlich hohe Werte. Die Teuerungsrate für importierte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stieg ebenfalls weiter an und betrug im Mai 7,9 %. Die Differenz zwischen der Steigerungsrate der Einfuhrpreise und

jener der inländischen Erzeugerpreise dürfte auf die anhaltende Abwertung des Euro zurückzuführen sein. Alles in allem deutet die Entwicklung der Einfuhr- und der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel darauf hin, dass der Druck auf die am HVPI gemessene Teuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie auf kurze Sicht erhöht bleiben dürfte. Dies spiegelt sich auch in den Verkaufspreiserwartungen im verarbeitenden Gewerbe wider, die trotz einer leichten Abschwächung in den vergangenen zwei Monaten nach wie vor auf einem hohen Niveau liegen.

Abbildung 10
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

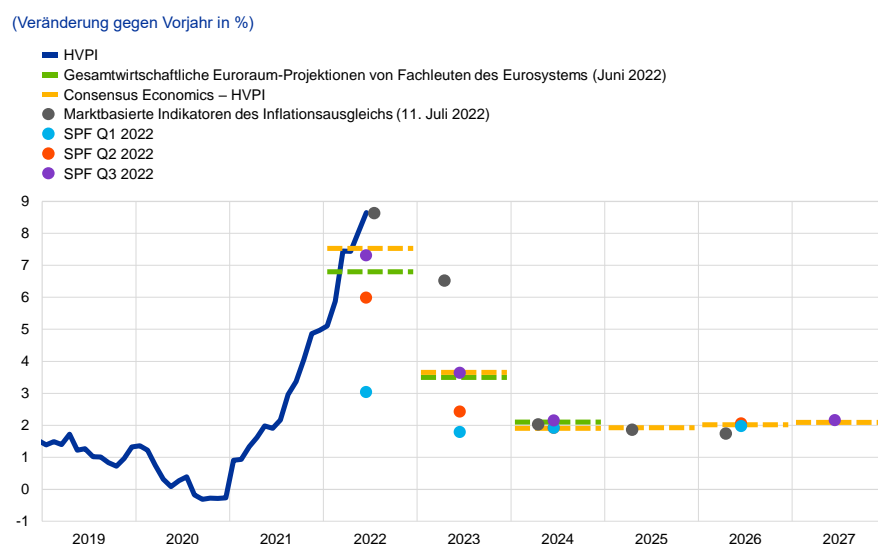


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022.

Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weiter schrittweise angestiegen und liegen nun in etwa auf einem Stand von 2 % oder leicht darüber, während die marktbasieren Messgrößen nach der EZB-Ratssitzung im Juni deutlich zurückgingen (siehe Abbildung 11). Gemäß dem von der EZB für das dritte Quartal 2022 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) stiegen die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2026) weiter auf 2,2 % an, während die Prognosen von Consensus Economics bei 2,1 % nach 1,9 % im Vorquartal lagen. Zugleich blieben sowohl der Median als auch der Modalwert der Erwartungen in der SPF-Umfrage bei 2,0 %. Der aktuellen EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) zufolge lagen die langfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) ging ebenfalls hervor, dass die längerfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte (d. h. jene auf Sicht von drei Jahren) im Juni gestiegen sind, nachdem sie sich in den vorangegangenen zwei Monaten leicht verringert hatten. Die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) lassen mittlerweile darauf schließen, dass die Teuerung möglicherweise im Verlauf des Jahres 2024 und nicht – wie vor der Sitzung prognostiziert – erst Ende 2025 auf ein Niveau von rund 2 % zurückkehren könnte. Diese Messgrößen begannen unmittelbar nach Bekanntgabe der auf der Juni-Sitzung des EZB-Rats gefassten Beschlüsse zu sinken. Der Rückgang setzte sich in

den nachfolgenden Wochen fort, wobei an den Märkten erwartet wurde, dass die sich abzeichnende Wachstumsverlangsamung im Zusammenspiel mit einer strafferen Geldpolitik den Inflationsdruck in den nächsten Jahren verringern würde. Auch die längerfristigen Indikatoren des Inflationenausgleichs gingen im Berichtszeitraum weiter zurück. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren sank um 18 Basispunkte und lag am 20. Juli bei 2,08 %. Hierbei gilt es zu beachten, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, weil sie Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für die Unsicherheit in Bezug auf die Teuerungsentwicklung enthalten. Derzeit ist die Neubewertung dieser Messgrößen den Einschätzungen zufolge zwar größtenteils auf niedrigere Inflationsrisikoprämien zurückzuführen, doch ihre erhöhte Volatilität deutet darauf hin, dass die Unsicherheit hinsichtlich der von den Marktteilnehmern erwarteten Inflationaussichten nach wie vor hoch ist.

Abbildung 11
 Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationenausgleichs



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationenausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationenausgleichs beziehen sich auf den 11. Juli 2022. Die SPF-Umfrage der EZB für das dritte Quartal 2022 wurde vom 1. bis zum 5. Juli 2022 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der Juli 2022. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 24. Mai 2022.

Die Inflationaussichten sind weiterhin mit Aufwärtsrisiken behaftet, die vor allem auf kurze Sicht zugenommen haben. Zu den Risiken für die mittelfristigen Inflationaussichten zählen eine anhaltende Verringerung der Produktionskapazität der Wirtschaft, dauerhaft hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise, ein Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert des EZB-Rats und unerwartet starke Lohnzuwächse. Sollte sich die Nachfrage auf mittlere Sicht jedoch abschwächen, würde dies den Preisdruck verringern.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten standen im Berichtszeitraum (9. Juni bis 20. Juli 2022) unter dem Eindruck der geldpolitischen Straffung, die in den Industrieländern derzeit vorgenommen wird, sowie zunehmender Sorgen vor einer bevorstehenden globalen Konjunkturabschwächung. Die Terminkurve des €STR (Euro Short-Term Rate) zeigte eine hohe Volatilität. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen vor dem Hintergrund niedrigerer risikofreier Zinssätze zurück, und auch ihre Spreads engten sich ein, wiesen jedoch über den gesamten Berichtszeitraum hinweg betrachtet eine gewisse Volatilität auf. Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet verzeichneten beträchtliche Verluste. Gleichzeitig weiteten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus. Grund für diese Entwicklungen waren die Erwartung einer geldpolitischen Straffung und die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer konjunkturellen Verlangsamung. Der Euro wertete in handelsgewichteter Rechnung weiter ab.

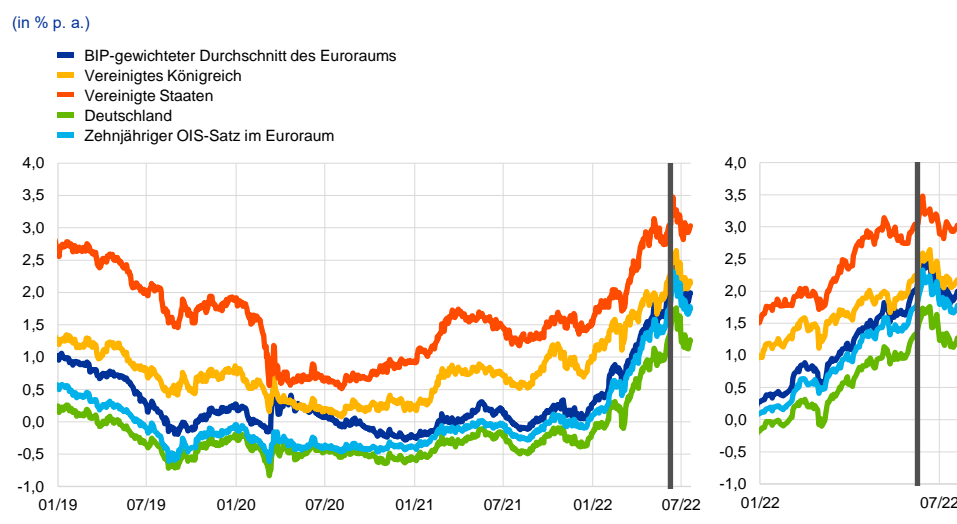
Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum wiesen im Berichtszeitraum vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit bezüglich der Inflationsaussichten eine starke Volatilität auf. Der €STR notierte im

Berichtszeitraum im Schnitt bei -58 Basispunkten. Die Überschussliquidität ging in dieser Zeit um rund 180 Mrd € auf 4 437 Mrd € zurück. Sie spiegelte damit Rückzahlungen aus früheren Geschäften der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) wider, die sich auf insgesamt 74 Mrd € beliefen. Zugleich verschob sich die auf dem Referenzwert €STR basierende Overnight-Index-Swap-Terminzinskurve (OIS-Terminzinskurve) zu Beginn des Berichtszeitraums nach oben. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem ein unerwartet hoher US-Verbraucherpreisindex im Mai und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung, die derzeit in einigen Volkswirtschaften weltweit vorgenommen wird. Der anfängliche Anstieg der OIS-Terminzinskurve kehrte sich um, als die Sorgen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer bevorstehenden globalen Konjunkturabschwächung in den Vordergrund rückten. Gegen Ende des Berichtszeitraums bewegte sich die Kurve dann jedoch wieder nach oben, nachdem der US-Verbraucherpreisindex auch im Juni überraschend hoch ausgefallen war. Insgesamt wurde gegen Ende des Berichtszeitraums allmählich ein kumulierter Zinsanstieg von rund 150 Basispunkten bis Ende 2022 eingepreist (verglichen mit noch 138 Basispunkten am 9. Juni).

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet gaben vor dem Hintergrund eines Rückgangs der langfristigen risikofreien Zinssätze nach, und auch die Staatsanleihespreads verengten sich (siehe Abbildung 12). Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldttitel aus dem Eurogebiet sank im Berichtszeitraum um 17 Basispunkte auf 1,99 % und die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 18 Basispunkte auf 1,26 %. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ebenfalls zurück und beliefen sich zuletzt auf 3,03 % bzw. 2,14 %. Die risikofreien Zinssätze im Euroraum sanken um rund 11 Basispunkte, und auch die Abstände der Staatsanleiherenditen gegenüber diesen Zinssätzen verkleinerten sich, wenngleich sie über den gesamten

Berichtszeitraum hinweg betrachtet eine gewisse Volatilität aufwiesen. Besonders deutlich verringerten sich die Spreads nach der Ankündigung des EZB-Rats vom 15. Juni, bei Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio flexibel agieren zu wollen, um die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrechtzuerhalten, und die Gestaltung eines neuen Instruments zur Bekämpfung der Fragmentierung zügiger abzuschließen. In den letzten Tagen des Berichtszeitraums, als sich die politische Krise in Italien verschärfte, vergrößerten sich die Spreads jedoch wieder. Am stärksten verringerten sich die Renditeabstände in Griechenland. Der Spread zehnjähriger Staatsanleihen ging dort im Berichtszeitraum um 55 Basispunkte zurück. Bei entsprechenden spanischen und französischen Staatsanleihen fiel der Rückgang mit 1,5 Basispunkten bzw. 4,5 Basispunkten indes deutlich geringer aus. In Italien ging der Spread zehnjähriger Staatsanleihen insgesamt zwar ebenfalls zurück (um 8 Basispunkte), doch nahm seine Volatilität gegen Ende des Berichtszeitraums aufgrund der dortigen politischen Krise zu.

Abbildung 12
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. Juni 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juli 2022.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet weiteten sich aus, da die Abwärtsrisiken für die Bewertungen von Unternehmensanleihen zunahmen. Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften vergrößerte sich der Renditeabstand um 17 Basispunkte auf 87 Basispunkte, bei entsprechenden Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften hingegen etwas stärker, nämlich um 20 Basispunkte auf 113 Basispunkte. Auch die Bewertungen an den Märkten für Unternehmensanleihen verschlechterten sich, da die Anleger mit Blick auf die wirtschaftlichen Aussichten pessimistisch gestimmt waren. Im Einklang damit deuten entsprechende Modellschätzungen darauf hin, dass die seit der EZB-Ratssitzung vom Juni verzeichnete Zunahme der Renditeabstände von Unternehmensanleihen wahrscheinlich auf ein gestiegenes Ausfallrisiko und eine weitere Abnahme der Risikoneigung aufseiten der Anleger zurückzuführen ist.

Die Aktienmärkte im Euroraum verzeichneten erneut Verluste, da die geldpolitische Straffung und die Eintrübung der weltweiten

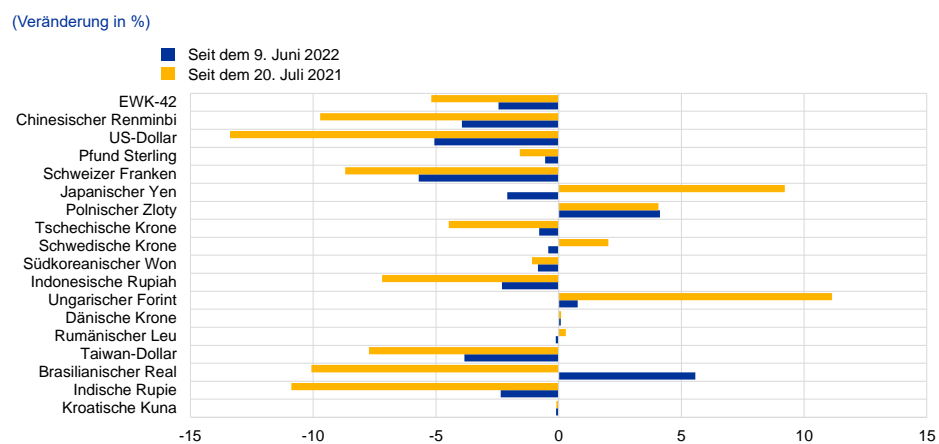
Wachstumsaussichten die Aktienkurse belasteten. Die Börsennotierungen von Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet sanken um 12,67 % bzw. 2,84 %. Ursächlich hierfür waren in erster Linie eine geringere Risikoneigung und eine weitere Abwärtskorrektur der langfristigen Gewinnerwartungen. Der stärkere Kursrückgang bei Bankwerten war vermutlich darauf zurückzuführen, dass viele große europäische Unternehmen global ausgerichtet sind, während die Banken wesentlich sensibler auf den heimischen Konjunkturzyklus reagieren. Diese Faktoren legen den Schluss nahe, dass sich die Wahrscheinlichkeit einer weltweiten konjunkturellen Verlangsamung angesichts der jüngsten, unerwartet schwachen Datenveröffentlichungen aus Sicht der Marktteilnehmer erhöht hat. Noch verstärkt wird diese Wahrnehmung im Euroraum durch Sorgen über die Drohungen Russlands, die Gasliefermengen weiter zu reduzieren. In den USA standen die Börsenkurse von Banken und nichtfinanziellen Unternehmen zwar ebenfalls im Minus, jedoch war der Rückgang dort mit 3,16 % bzw. 1,18 % moderater.

An den Devisenmärkten verlor der Euro in handelsgewichteter Rechnung weiter an Wert, worin eine Abschwächung gegenüber den meisten wichtigen Währungen zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 13).

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um 2,4 % nach. Dahinter verbarg sich eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 5,1 %, die vor dem Hintergrund der Erwartung einer rascheren geldpolitischen Straffung durch die Fed zu sehen war, sowie gegenüber den Währungen der meisten anderen führenden Volkswirtschaften, einschließlich des Schweizer Franken (-5,7 %), des japanischen Yen (-2,1 %) und – in geringerem Maße – des Pfund Sterling (-0,6 %). Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer verlor der Euro an Wert, beispielsweise zum chinesischen Renminbi (-3,9 %). Dagegen wertete er gegenüber dem polnischen Zloty und dem ungarischen Forint auf (+4,1 % bzw. +0,8 %).

Abbildung 13

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 20. Juli 2022.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Finanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken verschärften sich im Mai weiter, und die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte legten im Einklang mit dem Aufwärtstrend bei den Marktzinsen abermals zu. Gleichwohl war das Wachstum der Unternehmenskredite wie auch der Ausleihungen an Privathaushalte nach wie vor robust. Im Berichtszeitraum (9. Juni bis 20. Juli 2022) verteuerte sich für die Unternehmen sowohl die marktbasierende Fremdfinanzierung als auch die Finanzierung über Eigenkapital spürbar. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken geht hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im zweiten Quartal dieses Jahres erheblich verschärft haben, da die Risiken, die das ungewisse Umfeld für die Kreditnehmer mit sich bringt, den Banken zunehmend Sorge bereiten. Angesichts der hohen Energiepreise, die das verfügbare Einkommen schmälerten, und des geringeren Erwerbs von Vermögenswerten durch das Eurosystem normalisierte sich die Geldschöpfung weiter.

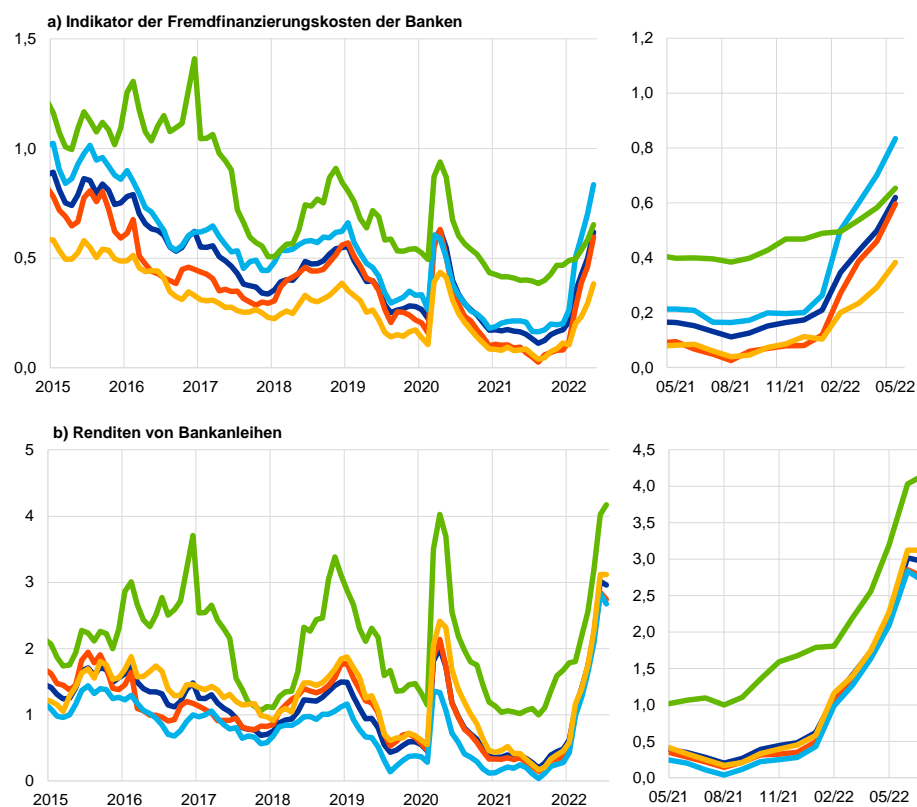
Die Finanzierungskosten der Banken im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich im Mai vor dem Hintergrund erneut steigender Marktzinsen abermals.

Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum setzte seinen seit August 2021 beobachteten Aufwärtstrend fort. Seither hat der Indikator rund 50 Basispunkte zugelegt (siehe Abbildung 14, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren vor allem steigende Renditen von Bankanleihen (siehe Abbildung 14, Grafik b), während die Zinssätze für Einlagen – die einen Großteil der Finanzierungsmittel der Banken im Eurogebiet ausmachen – bislang in der Nähe ihrer historischen Tiefstände geblieben sind. Noch können die Banken einen erheblichen Anteil der Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten negativ verzinsen. Die Anleiherenditen haben sich indes in letzter Zeit stabilisiert, da die risikofreien Zinssätze durch die Eintrübung der Konjunkturaussichten unter Abwärtsdruck geraten sind.

Abbildung 14

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)



Quellen: EZB, IHS-Markit-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht einem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 20. Juli 2022 (Renditen von Bankanleihen).

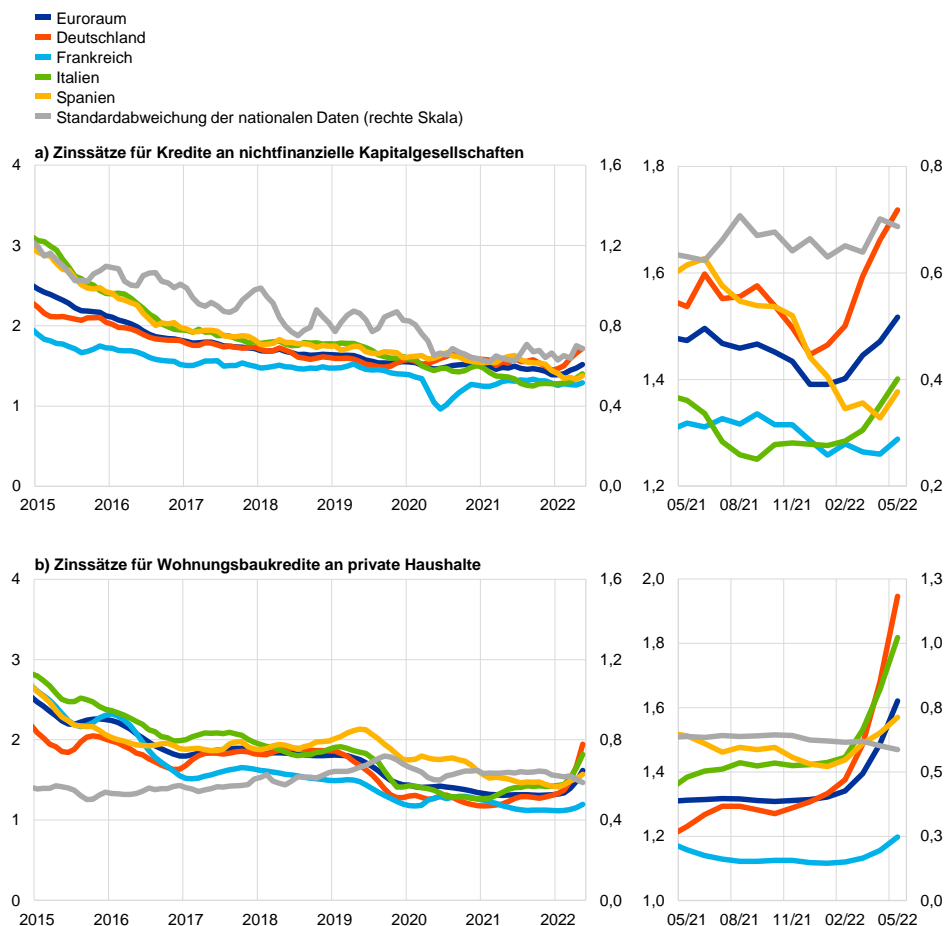
Die Bankzinsen für Kredite an Unternehmen und private Haushalte zogen im Mai weiter an, da bei den Hypothekenzinsen der größte monatliche Anstieg seit zwei Jahrzehnten verzeichnet wurde. Die deutliche Zunahme der risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen im Euroraum seit Anfang 2022 hat die Kreditzinsen in die Höhe getrieben (siehe Abbildung 15). Im Mai erhöhten sich die gewichteten Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um weitere 17 Basispunkte auf 1,78 %, nachdem sie im April bereits um 14 Basispunkte gestiegen waren. Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stiegen indes moderater an, und zwar um 4 Basispunkte auf 1,55 %. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und große Ausleihungen blieb weitgehend unverändert in der Nähe des Vorpandemieniveaus. Dies lässt den Schluss zu, dass sich die Konditionen der bankbasierten Finanzierung für kleine und mittlere Unternehmen relativ gesehen nicht

verschlechtert haben. Zudem hielten sich die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Firmen und Privathaushalte nach wie vor in Grenzen (siehe Abbildung 15, Grafik a und b). Die verfügbare Evidenz deutet darauf hin, dass sich die Kreditzinsen in den kommenden Monaten weiter erhöhen werden. Ablesbar ist dies beispielsweise am deutlichen Anstieg der Diffusionsindizes, die tendenziell Vorlaufeigenschaften aufweisen. Diese Indizes werden aus Mikrodaten berechnet und geben den Saldo der Banken an, die ihre Kreditzinsen für Unternehmen anheben. Aus der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) geht zudem hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen und private Haushalte abermals verschärfen. Dadurch dürfte es in den kommenden Monaten zu einer Verringerung des Kreditangebots kommen, die zu höheren Kreditzinsen führen könnte.

Abbildung 15

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a. (gleitender Dreimonatsdurchschnitt); Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022.

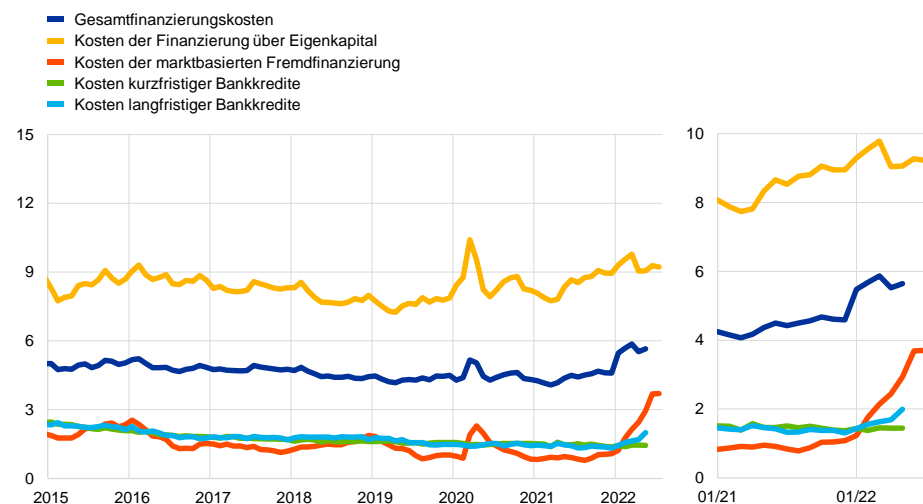
Im Berichtszeitraum verteuerte sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowohl die marktbasierete Fremdfinanzierung als auch

die Finanzierung über Eigenkapital spürbar. Aufgrund von Verzögerungen bei den verfügbaren Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme lassen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) derzeit nur bis Mai 2022 berechnen. Sie beliefen sich im Mai auf 5,7 % nach 5,5 % im April. Diese Zunahme war auf höhere Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung sowie eine Verteuerung langfristiger Bankkredite zurückzuführen (siehe Abbildung 16). Die Daten vom Mai 2022 lagen in der Nähe der Spitzenwerte, die im früheren Jahresverlauf verzeichnet worden waren, und deutlich über dem Niveau der beiden vorangegangenen Jahre. Seit dem 9. Juni hat sich die marktbasierter Fremdfinanzierung um rund 50 Basispunkte und die Finanzierung über Eigenkapital um etwa 30 Basispunkte verteuert. Der leichte Rückgang des risikofreien Zinssatzes im Berichtszeitraum wurde durch eine merkliche Ausweitung der Unternehmensanleihe-spreads, die vor allem das Hochzinssegment betraf, mehr als ausgeglichen. Die höheren Kosten der Eigenkapitalfinanzierung waren indes einem Anstieg der Aktienrisikoprämie zuzuschreiben. Dieser vollzog sich vor dem Hintergrund eingetrübter Konjunkturaussichten für den Euroraum wie auch weltweit, die auf die Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer durchschlugen.

Abbildung 16

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg und Thomson Reuters.

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 20. Juli 2022 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 15. Juli 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Mai 2022 (Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

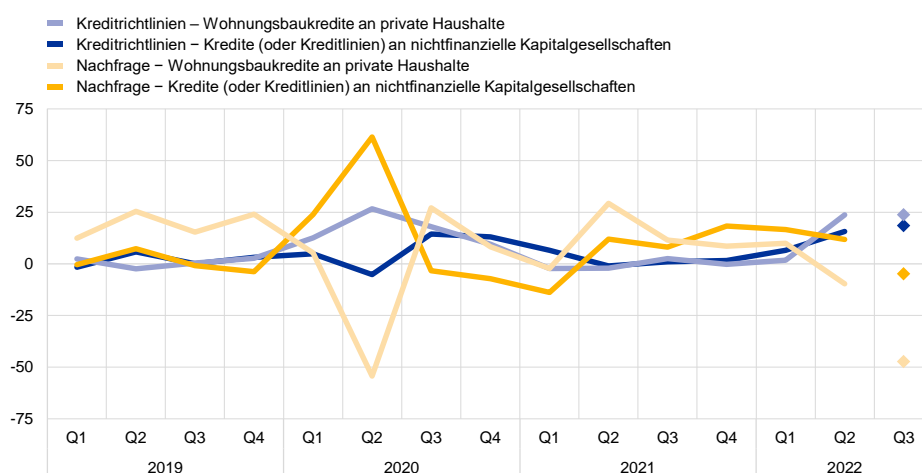
Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2022 zufolge wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im zweiten Quartal 2022 deutlich verschärft (siehe Abbildung 17). Vor dem Hintergrund der äußerst unsicheren Konjunkturaussichten, der anhaltenden Lieferkettenstörungen und der hohen

Energiepreise waren vor allem die erhöhte Risikoeinschätzung sowie eine geringere Risikotoleranz für diese Verschärfung ausschlaggebend. Angesichts der weniger akkommodierend ausgerichteten Geldpolitik meldeten die Banken im Euroraum zudem, dass auch ihre Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen zur Verschärfung beigetragen hatten. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden erheblich stärker gestrafft als im Vorquartal und auch stärker als im historischen Durchschnitt. Im dritten Quartal 2022 dürften die Richtlinien für Unternehmens- wie auch für Wohnungsbaukredite nach Einschätzung der Banken abermals strenger ausfallen.

Abbildung 17

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte: Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien oder einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten)



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.
 Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in %) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in %) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in %) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in %) der Banken, die „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen dar, die die Banken in der jüngsten Umfragerunde für das darauffolgende Quartal meldeten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten schwächte sich im zweiten Quartal 2022 ab. Die Kreditnachfrage der Unternehmen nahm hingegen weiter zu, allerdings rechnen die Banken für das dritte Quartal mit einem Rückgang.

Der Umfrage zufolge wurde die Kreditnachfrage der Unternehmen durch den Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel gestützt. Dieser war durch die Engpässe in den Lieferketten und steigende Vorleistungskosten bedingt. Demgegenüber leistete die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Anlageinvestitionen einen deutlich negativen Beitrag zur Gesamtnachfrage nach Unternehmenskrediten – ein Hinweis darauf, dass die Unternehmen im derzeit unsicheren Umfeld möglicherweise Investitionen aufschieben. Gestärkt wurde die Kreditnachfrage der Unternehmen zwar weiterhin durch das allgemeine Zinsniveau, der positive Beitrag dieses Faktors fiel jedoch moderater aus als im vorangegangenen Quartal. Die rückläufige Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten war nach Einschätzung der Banken durch das geringere Verbrauchervertrauen und den Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus bedingt. Für das dritte Quartal 2022 erwarten sie eine schwächere

Nachfrage nach Unternehmenskrediten und einen deutlicheren Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten als im zweiten Jahresviertel.

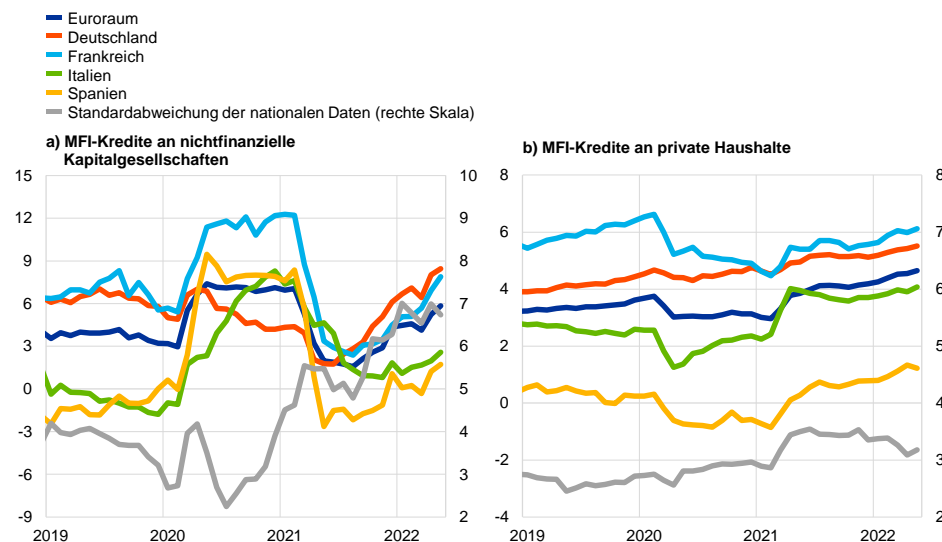
Aus der Umfrage geht auch hervor, dass sich der Zugang der Banken zur Wholesale-Refinanzierung verschlechtert hat. So meldeten die befragten Institute für das zweite Quartal 2022 einen schlechteren Zugang zu Geldmarktinstrumenten, Verbriefungen und insbesondere zur Finanzierung über die Begebung von Schuldverschreibungen. Diese Verschlechterung ist Ausdruck der Verschärfung der Finanzmarktbedingungen für Banken im Kontext der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung. Der Zugang zur Retail-Finanzierung verbesserte sich unterdessen etwas. Für das dritte Quartal rechnen die Banken mit einer leicht erschwerten Retail-Finanzierung und einer weiteren Verschlechterung des Zugangs zu marktbasierten Finanzierungsquellen, vor allem, was die Finanzierung über Schuldverschreibungen betrifft.

Das Wachstum der Unternehmenskredite wie auch der Ausleihungen an Privathaushalte blieb weiter robust. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im Mai auf 5,8 %, nachdem sie im April 5,2 % und im März 4,1 % betragen hatte (siehe Abbildung 18, Grafik a). Maßgeblich hierfür war erneut ein großer Basiseffekt, denn im April und Mai 2021 war das Kreditvolumen gegenüber dem jeweiligen Vormonat zurückgegangen. Kürzerfristige Ausleihungen leisteten einen erheblichen Wachstumsbeitrag, denn durch die anhaltenden Engpässe in den Lieferketten und die gestiegenen Vorleistungskosten hatten die Unternehmen einen höheren Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel. Die Widerstandsfähigkeit des Kreditwachstums hängt bis zu einem gewissen Grad auch damit zusammen, dass die Unternehmen weniger Schuldverschreibungen begeben, weil sich die Finanzierungsbedingungen an den Märkten stärker verschärft haben als die bankbasierten Finanzierungsbedingungen. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte lag im Mai weitgehend unverändert bei 4,6 % (siehe Abbildung 18, Grafik b). Gestützt wurde sie zum einen durch eine robuste Vergabe von Wohnungsbaukrediten. Zum anderen haben sich inzwischen auch die Konsumentenkredite erholt, da sich im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft wieder mehr Ausgabemöglichkeiten auftun. Den Ergebnissen der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) zufolge könnte die robuste Dynamik auch damit zusammenhängen, dass die privaten Haushalte für das kommende Jahr mit einem schlechteren Zugang zu Krediten und mit höheren nominalen Kreditkosten rechnen.

Abbildung 18

MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022.

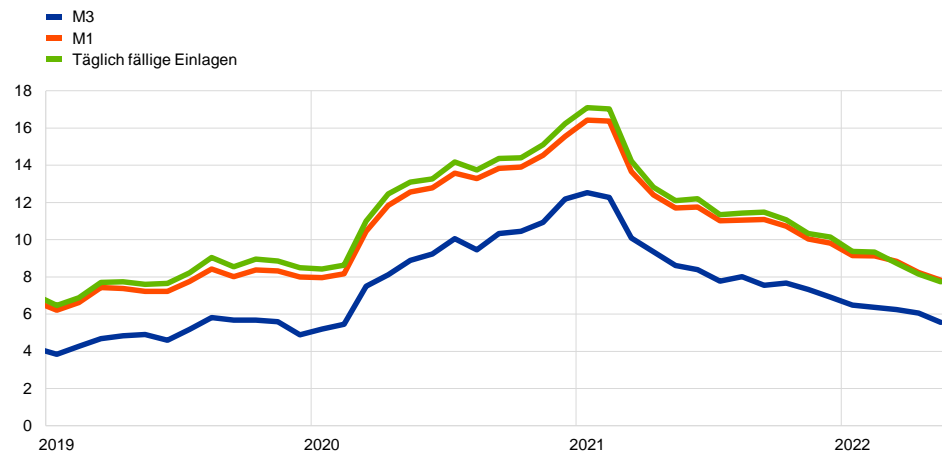
Die Einlagenbildung hat sich im Mai gegenüber der raschen Aufstockung während der Pandemie weiter verlangsamt (siehe Abbildung 19). So sank die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen von 8,1 % im April auf 7,7 % im Mai. Dabei büßten sowohl die täglich fälligen Einlagen der Unternehmen als auch jene der privaten Haushalte an Dynamik ein, da durch die höheren Kosten für Energie und Nahrungsmittel die Liquiditätsreserven der Unternehmen schrumpften und die Sparfähigkeit der privaten Haushalte abnahm.⁶ Gleichzeitig hielt die Liquiditätspräferenz der Unternehmen und privaten Haushalte angesichts der hohen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine und der sich eintrübenden Konjunkturaussichten weiter an. Vor diesem Hintergrund wurden im Mai erneut erhebliche Zuflüsse bei den Einlagen verzeichnet, die auf eine verstärkte Einlagenbildung der privaten Haushalte zurückzuführen waren. Allerdings entwickelten sich die Einlagenbestände der Unternehmen und der privaten Haushalte von Land zu Land unterschiedlich und spiegelten damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wider.

⁶ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 19

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2022.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) kehrte im Mai zu seinem langfristigen Durchschnitt zurück. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 setzte ihren Abwärtstrend fort und verringerte sich von 6,1 % im April auf 5,6 % im Mai (siehe Abbildung 19), was dem Durchschnitt seit 1999 entspricht. Die kürzerfristige Dynamik lässt indes auf eine stärkere Abschwächung schließen. Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so wurde das M3-Wachstum nach wie vor hauptsächlich vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 und dabei insbesondere von der Entwicklung der täglich fälligen Einlagen bestimmt. Mit Blick auf die Gegenposten wirkte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin stützend auf das jährliche M3-Wachstum aus. Indessen verringerte sich der positive Wachstumsbeitrag des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) weiter, da diese Ankäufe nun nach und nach auslaufen. Zugleich wurde die Geldschöpfung durch höhere monetäre Nettoabflüsse in die übrige Welt gedämpft, die im Wesentlichen zwei Ursachen hatten. Erstens wirkten sich die höheren Energiepreise negativ auf die Einlagendynamik und die Handelsbilanz des Euroraums aus. Zweitens haben Vermögenswerte aus dem Euroraum durch die derzeitige Unsicherheit und die Renditedifferenzen gegenüber einigen Ländern außerhalb des Eurogebiets für globale Anleger an Attraktivität verloren.

Kästen

1 Handelsbeziehungen mit Russland seit dem Einmarsch in die Ukraine

Maria Grazia Attinasi, Julia Doleschel, Rinalds Gerinovics, Vanessa Gunnella und Michele Mancini

Der Krieg in der Ukraine beeinträchtigt den Handel mit Energie und agrarischen Nahrungsmittelrohstoffen sowie deren Produktion, wodurch die Sicherheit der weltweiten Energie- und Nahrungsmittelversorgung infrage gestellt wird. Russland ist einer der bedeutendsten Energierohstofflieferanten und ebenso wie die Ukraine ein weltweit führender Exporteur von Agrarrohstoffen. Im vorliegenden Kasten erfolgt zunächst eine Bestandsaufnahme darüber, wie sich die Handelsströme aus den vom Krieg erfassten Gebieten seit Ausbruch des Krieges entwickelt haben. Die Bewegungen der Energierohstoffe und agrarischen Nahrungsmittelrohstoffe werden mithilfe von Seefracht- und Gasflussdaten nachverfolgt. Diese ermöglichen eine zeitnähere Einschätzung der aktuellen Entwicklungen als die aus der Zollabwicklung gewonnenen Handelsdaten.¹ Anschließend wird untersucht, wie sich die russischen Importe seit Kriegsbeginn verändert haben. Weil die russischen Zollbehörden seit Ende Februar 2022 keine amtlichen Handelsdaten mehr bereitstellen, werden zur näherungsweisen Bestimmung der russischen Einfuhren Zollraten zu den Ausfuhren ausgewählter Handelspartner Russlands verwendet. Auf Basis dieser Daten erfolgt abschließend eine vorläufige empirische Betrachtung dazu, wie sich die Sanktionen auf Russlands Handelsströme auswirken.

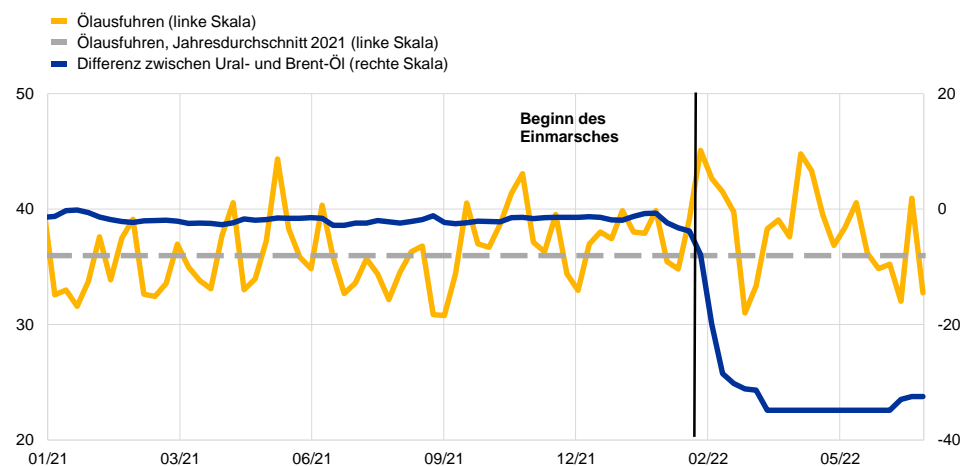
Die von Russland auf dem Seeweg exportierten Ölmengen haben inzwischen nahezu das Vorkriegsniveau wiedererlangt, was mit historisch hohen Preisabschlägen und einer teilweisen Umlenkung der Ausfuhrströme in große Länder Asiens zusammenhängt. Vor dem Hintergrund der kriegsbedingten Handelsunterbrechungen und des freiwilligen Rückzugs einiger Energieunternehmen und Reedereien nahmen die wöchentlichen Öllieferungen aus Russland Ende März 2022 um 15 % gegenüber dem Vorjahresniveau ab. Hiervon besonders betroffen waren die Vereinigten Staaten (-60 %) und die Europäische Union (-35 %). Zu Beginn des Krieges erlebte die russische Ölsorte Ural einen Preisverfall; aktuell wird sie mit einem hohen Abschlag von 30 % gegenüber der Sorte Brent gehandelt (siehe Abbildung A). Aus diesem Grund und angesichts eines gewissen Grads an Volatilität bewegten sich die Ölströme in der ersten Juliwoche – trotz des deutlichen Rückgangs im Juni – in der Nähe ihres Durchschnitts aus dem Jahr 2021. Der Anteil russischen Öls an den chinesischen und indischen Öleinfuhren wuchs Ende Juni auf 11 % bzw. 14 %, verglichen mit einem Anteil von 6 % bzw. 2 % vor dem Einmarsch. Die auf dem Seeweg transportierten Ölexporte in die Vereinigten Staaten und in das

¹ Die Schiffsbewegungsdaten werden über ein von Refinitiv bereitgestelltes automatisches Identifikationssystem erfasst, das die Standorte der Schiffe nachverfolgt und übermittelt. Die Daten zu den Gasströmen werden von Bloomberg zur Verfügung gestellt.

Vereinigtes Königreich kamen hingegen kurz nach Kriegsbeginn zum Erliegen, da beide Länder die Einfuhr von russischem Öl untersagten. Auch die EU hat die Einfuhr russischen Öls gedrosselt und bezieht Öl nunmehr verstärkt aus Nord- und Südamerika sowie aus Afrika (siehe Abbildung B).²

Abbildung A Exportvolumen und -preise im Seetransport: Vergleich zwischen russischem Öl und Brent-Öl

(linke Skala: in Mio Barrel pro Woche; rechte Skala: Preisdifferenz in USD)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

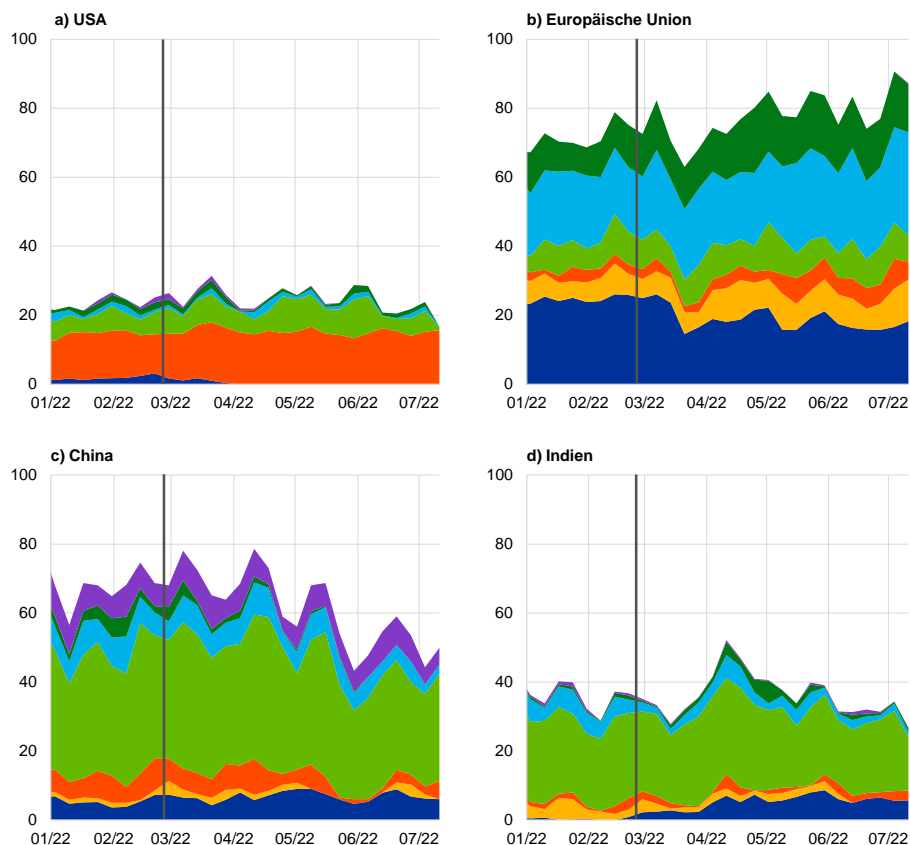
Anmerkung: Die jüngsten wöchentlichen Angaben beziehen sich auf den 15. Juli 2022. Die Daten umfassen Roh- und Heizöl.

² Im Zuge des sechsten EU-Sanktionspakets wird das Ölimportverbot bis Ende 2022 vollständig zum Tragen kommen und sich auf 90 % der gesamten EU-Einfuhren aus Russland (mit einer temporären Ausnahme für Pipeline-Öl) erstrecken. Im Gefolge der Invasion haben einige große europäische Energieunternehmen den Einsatz und Erwerb von Öl und Ölprodukten allerdings bereits eingestellt. Die EU hat zudem ein neues Verbot für Dienstleistungen im Seeverkehr angekündigt. Danach dürfen EU-Unternehmen Frachtschiffe, die russisches Öl befördern, keine Versicherungen und Finanzierungen mehr anbieten, was die Ausfuhr in Drittländer erschwert.

Abbildung B

Ölimpote auf dem Seeweg nach Herkunftsregion

(in Mio Barrel pro Woche)



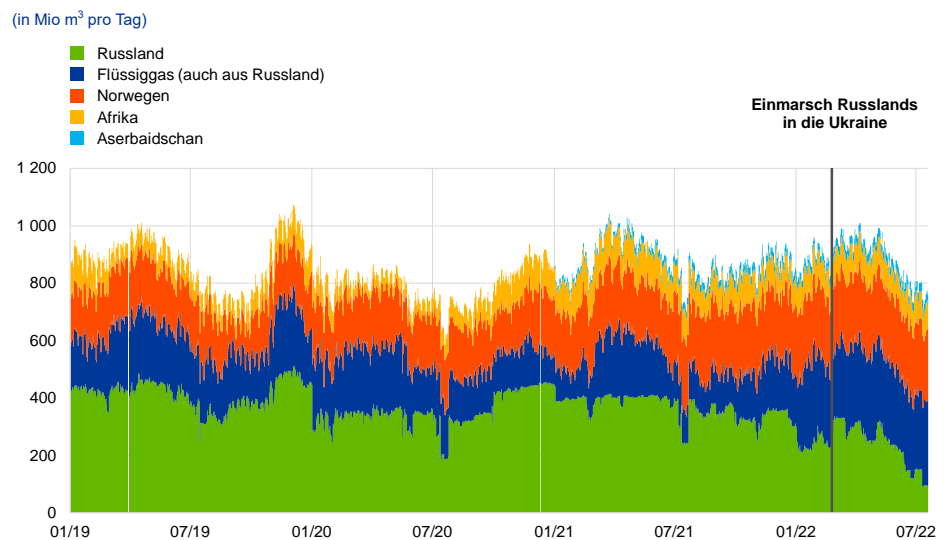
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Woche, in die der 15. Juli 2022 fällt. Im Fall der EU werden unter „Innerhalb Europas“ die EU-Binneneinfuhren ohne Inlandsströme erfasst. Europa bezieht sich hier auf das geografische Europa ohne Russland. Die Daten umfassen Roh- und Heizöl.

Auch die Gasexporte von Russland in die EU wurden deutlich zurückgefahren und lagen in der letzten Juni-Woche bei 35 % ihres Vorjahresniveaus (siehe Abbildung C). Bereits zum Jahreswechsel 2021/2022 war die Menge des durch mittel- und osteuropäische Pipelines beförderten russischen Gases aufgrund der Spannungen mit der Ukraine deutlich gesunken. Nach Ausbruch des Krieges blieben die Transportmengen volatil, bis schließlich die Gaslieferungen nach Bulgarien, Dänemark, Finnland, Litauen, in die Niederlande und nach Polen komplett eingestellt wurden. In Deutschland, Frankreich, Italien Österreich, der Slowakei und der Tschechischen Republik wurden die Bezugsmengen freiwillig oder auf Betreiben Russlands gedrosselt. Infolgedessen verminderten sich die EU-Gasimporte aus

Russland in der letzten Juniwoche um insgesamt 65 % gegenüber dem Vorjahr.³ Durch zunehmende Einfuhren von Flüssiggas (LNG)⁴ und nicht-russischem Pipeline-Gas (siehe Abbildung C) konnten die fehlenden Mengen zwar zum Teil ausgeglichen werden. Allerdings sind die Risiken für die Gasversorgung in der EU⁵ weiter präsent, denn Anfang Juli lag der Füllstand der EU-Gasspeicher unter dem Durchschnitt der Jahre 2015-2020.⁶ Aufseiten Russlands wird Erdgas unterdessen auf asiatische Routen umgelenkt.

Abbildung C
Gasexporte in die EU nach Herkunftsregion



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. Juli 2022. Der betrachtete Zeitraum umfasst auch eine vollständige Aussetzung der Gasströme aus Russland über Nord Stream 1 im Zusammenhang mit den jährlichen Wartungsarbeiten ab 14. Juli 2022.

Der Seetransport von Agrarrohstoffen aus Russland ist mit Beginn der Ukraine-Invasion zurückgegangen, während die entsprechenden Exporte aus der Ukraine vollständig zum Erliegen gekommen sind. Weltweit entfielen 2021 auf Russland und die Ukraine zusammengenommen 24 % der Weizen- und 14 % der Maisexporte.⁷ Seit Ausbruch des Krieges unterliegen die auf dem Seeweg transportierten Weizenexporte aus Russland erheblichen Schwankungen. Dies hängt mit Störungen in der Transportlogistik zusammen, aber auch mit Drosselungsschritten Russlands, das die Ausfuhr bestimmter landwirtschaftlicher Nahrungsmittelrohstoffe in ehemalige Sowjetrepubliken der Eurasischen

³ Eine Erörterung der Folgen des Krieges für die Energiemärkte des Euroraums findet sich in: EZB, [Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine auf die Energiemärkte im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

⁴ Die Seefrachtdaten von Refinitiv zeigen, dass die russischen Transporte von Flüssiggas rund ein Fünftel der aus Drittstaaten in die EU importierten Mengen an flüssigem Erdgas ausmachen. Dies bedeutet, dass der Anteil seit dem Konflikt weitgehend unverändert geblieben ist.

⁵ Zur Quantifizierung der Auswirkungen von Gasengpässen siehe A. Borin, F. P. Conteduca, E. Di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini und L. Panon, [Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine](#), Occasional Paper Series der Banca d'Italia, Nr. 700, 2022.

⁶ Siehe G. Zachmann, G. Sgaravatti und B. McWilliams, [European natural gas imports](#), Bruegel, 29. Oktober 2021.

⁷ Basierend auf Zolldaten aus der Datenbank von Trade Data Monitor.

Wirtschaftsunion vorübergehend einschränkte, um die Nahrungsmittelversorgung im eigenen Land zu gewährleisten.⁸ Ende Juni lag die wöchentliche Menge des per Schiff exportierten russischen Weizens bei 40 % des Vorjahresniveaus, wobei nun zunehmend ägyptische und türkische Häfen angesteuert werden.⁹ Getreidelieferungen aus der Ukraine waren bis vor Kurzem angesichts der vollständigen Blockade der Schwarzmeerbahnen zum Stillstand gekommen, wodurch sich weltweit die Sorgen um die Nahrungsmittelsicherheit mehrten. Um den daraus resultierenden globalen Druck zu verringern, haben sich die Ukraine und Russland auf ein sicheres Geleit für Getreidelieferungen aus ukrainischen Häfen verständigt, was die Nahrungsmittelsicherheit der Schwellenländer spürbar verbessern sollte.¹⁰

In den Ländern mit der höchsten Abhängigkeit von russischen oder ukrainischen Nahrungsmittelexporten könnte die Nahrungsmittelsicherheit gefährdet werden, denn dort ist eine rasche Diversifizierung der Bezugsquellen nur begrenzt möglich.

Die von den Zollbehörden zur Verfügung gestellten nominalen Daten zu den weltweiten Importen von Agrar- und Nahrungsmittelerzeugnissen (Düngemittel, Sojabohnen, Mais und Weizen) legen nahe, dass die einzelnen Länder und Regionen unterschiedlich stark auf Einfuhren aus Russland und der Ukraine angewiesen sind (siehe Abbildung D). So ist die Abhängigkeit von Getreidelieferungen aus Russland und der Ukraine in den Schwellenländern und dort vor allem in Zentralasien und Afrika besonders hoch. Darüber hinaus scheint eine größere Importabhängigkeit tendenziell auch mit einer hohen Konzentration von Exporteuren einherzugehen, wie ein entsprechender Diversifizierungsindex für die Exportmärkte zeigt. Die Fähigkeit der genannten Länder, auf kurze Sicht alternative Bezugsquellen zu erschließen, könnte somit begrenzt sein.¹¹ Der weltweit zweitgrößte Weizenproduzent Indien hat kürzlich ein Exportverbot verhängt. Diese Maßnahme könnte die kriegsbedingt ohnehin beeinträchtigte weltweite Nahrungsmittelversorgung weiter erschweren.¹² Das indische Weizenexportverbot wirkt sich zwar nicht wesentlich auf die Einfuhren des Euroraums aus, es trägt jedoch zu den historischen Höchstständen des Weltmarktpreises bei.¹³

⁸ Siehe Reuters, [Russia temporarily bans grain exports to ex-Soviet countries](#), 14. März 2022, und Food Price Monitoring and Analysis, [Russian Federation bans exports of wheat, maize and other cereals to Armenia, Kazakhstan and Kyrgyzstan until 30 June 2022](#), 15. März 2022.

⁹ Indes dürften die günstigen Witterungsbedingungen in der aktuellen Ernteperiode zu einem Anstieg der Getreidelieferungen führen.

¹⁰ Siehe Financial Times, [Russia and Ukraine sign grain deal to avert global food crisis](#), 22. Juli 2022.

¹¹ Die Nahrungsmittelsicherheit könnte durch die gestiegenen Düngemittelpreise gefährdet werden, wenn diese 2022 und 2023 zu Ernteeinbußen führen. Düngemittel verteuern sich aufgrund hoher Energiepreise bereits seit 2021. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat das ohnehin eingeschränkte Angebot an Düngemitteln nur noch weiter verknappt. Siehe USDA Foreign Agricultural Service, [Impacts and Repercussions of Price Increases on the Global Fertilizer Market](#), 30. Juni 2022.

¹² Siehe USDA Foreign Agricultural Service, [India Bans Wheat Exports Due to Domestic Supply Concerns](#), 19. Mai 2022.

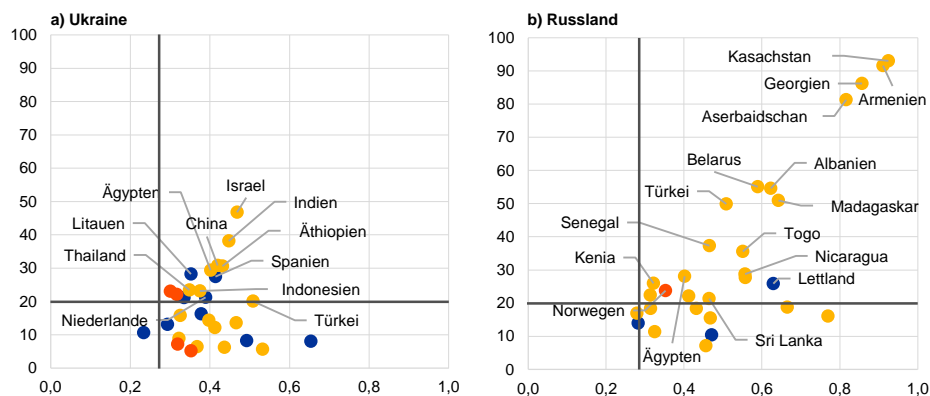
¹³ Siehe EZB, [Sprunghafter Anstieg des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln im Euro-Währungsgebiet und Auswirkungen des Russland-Ukraine-Kriegs](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Abbildung D

Konzentration am Getreidemarkt und Importabhängigkeit

(y-Achse: Anteil der Importe aus der Ukraine und Russland; x-Achse: Herfindahl-Hirschman-Index, 2021)

- Euroraum
- Schwellenländer
- Übrige Industrieländer



Quellen: Trade Data Monitor, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Mit dem Herfindahl-Hirschman-Index wird gemessen, wie sich das Handelsaufkommen eines Importlandes wertmäßig auf seine Handelspartner verteilt. Für ein Land, dessen Einfuhren auf sehr wenige Herkunftsmärkte konzentriert sind, liegt der Index nahe eins. Ein Land mit einem vollständig diversifizierten Handelsportfolio weist dementsprechend einen Index nahe null auf. Die Importabhängigkeit von Russland wird durch einen zu überschreitenden Mindestwert von 5 % abgebildet. Bei den Ländern rechts der senkrechten und oberhalb der horizontalen Linie lässt sich insgesamt eine hohe Konzentration der Importpartner und eine hohe Importabhängigkeit von Russland bzw. der Ukraine erkennen.

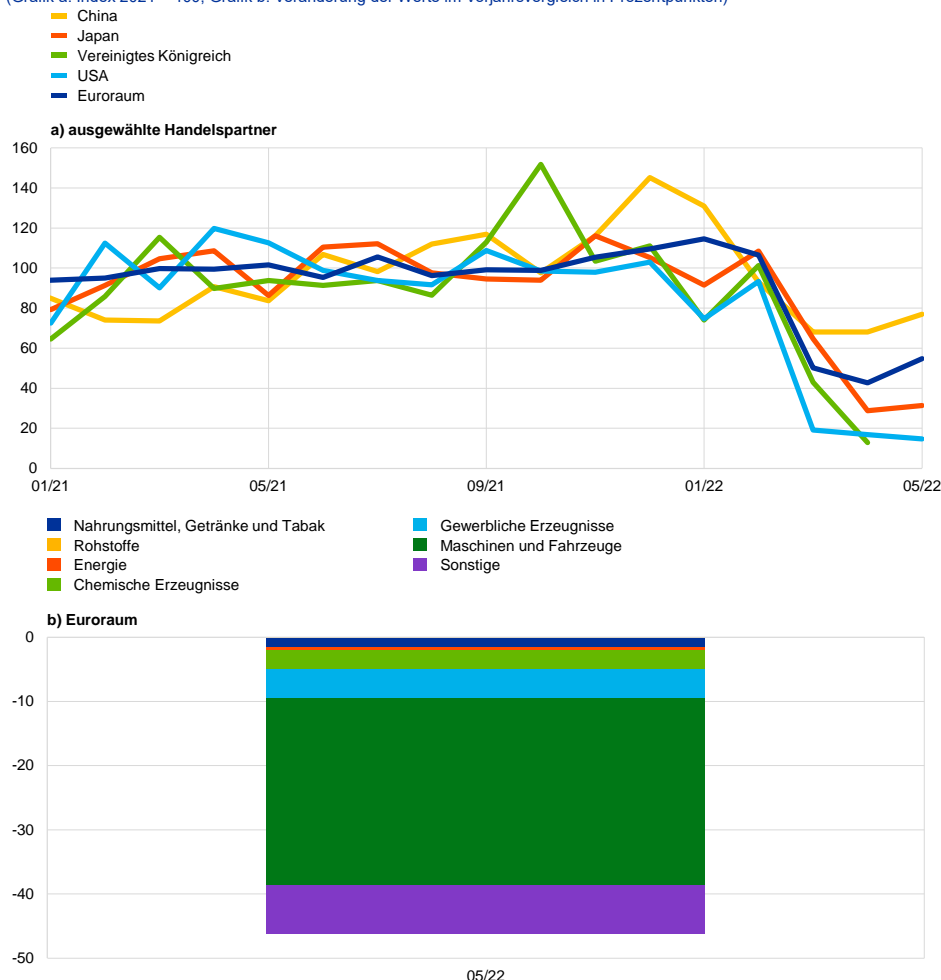
Die Wareneinfuhren Russlands, insbesondere aus Ländern, die Sanktionen verhängt haben, sind seit Kriegsbeginn insgesamt signifikant gesunken.

Aus den Zolldaten lässt sich ein Einbruch der Exporte nach Russland im Vergleich zu 2021 ablesen, denn die negativen Auswirkungen des Krieges auf die Wirtschaft und das Transportwesen haben Russlands Handelsverkehr erheblich in Mitleidenschaft gezogen (siehe Abbildung E, Grafik a). Besonders stark sind die Exporte jener Länder zurückgegangen, die Russland mit Sanktionen belegt haben (im Fall der USA um 85 % und im Fall des Euroraums um 45 %, jeweils von Mai 2021 bis Mai 2022). Doch auch in den übrigen Ländern liegen die Ausfuhren unter dem Stand von 2021 (in China beispielsweise um 23%).

Chart E

Ausfuhren nach Russland

(Grafik a: Index 2021 = 100; Grafik b: Veränderung der Werte im Vorjahresvergleich in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben in Grafik a beziehen sich auf Mai 2022 (China, Japan, USA und Euroraum) bzw. April 2022 (Vereinigtes Königreich). Grafik b zeigt die sektorale Aufschlüsselung der Exporte des Euroraums nach Russland.

Im Eurogebiet ist der allgemeine Einbruch der Ausfuhren nach Russland vor allem auf Sanktionsgüter (z. B. Maschinen und Fahrzeuge) zurückzuführen.

Seit dem russischen Einmarsch in die Ukraine hat die EU sechs Sanktionspakete verabschiedet, die sich unter anderem gegen bestimmte natürliche Personen der Russischen Föderation sowie gegen die Medien-, die Verkehrs-, die Finanzbranche und den Handel richten.¹⁴ Die ersten Handelssanktionen zielten auf militärische Güter sowie auf Erzeugnisse ab, die Russland Fortschritte in den Bereichen Militär, Verkehr und Technologie ermöglichen. Bei den neueren Sanktionen liegt der Schwerpunkt auf Ein- und Ausfuhren von Luxusgütern sowie auf sonstigen Importgütern, mit denen Russland Einnahmen generiert, darunter Kohle und Erdöl. Die Betrachtung der Handelsströme zwischen dem Euroraum und Russland

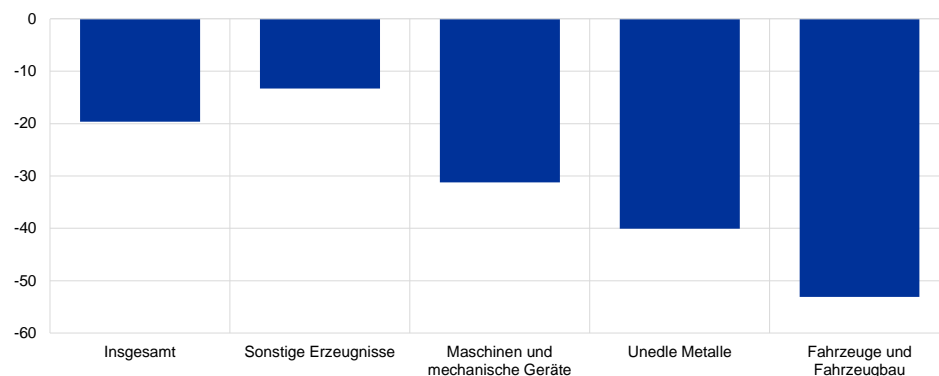
¹⁴ Zu weiteren Einzelheiten siehe Europäischer Rat, [Restriktive Maßnahmen der EU gegen Russland aufgrund der Krise in der Ukraine \(seit 2014\)](#).

(Abbildung E, Grafik b) zeigt, dass der größte Teil des Gesamtrückgangs auf Maschinen und Fahrzeuge entfällt.

Einer empirischen Analyse zufolge führte die erste Sanktionsrunde im März 2022 zu einer Verringerung der russischen Importe um 15 %, die hauptsächlich sanktionierte Produkte betraf. In einer empirischen Analyse wurde unter Verwendung des Differenz-von-Differenzen-Ansatzes eine Stichprobe von 59 russischen Handelspartnern untersucht, die rund 86 % der russischen Gesamtimporte im Jahr 2021 abdeckten. Es ließ sich belegen, dass die russischen Einfuhren aus jenen Ländern, die Sanktionen verhängt haben, im März 2022 (im Vergleich zum Vormonat, in dem noch keine Sanktionen galten) 20 Prozentpunkte niedriger waren als die Importe aus den übrigen Ländern. Eine Aufschlüsselung nach ausgewählten Produktgruppen lässt vermuten, dass Russland der Zugang zu Gütern, die für die Herstellung von Militärausrüstung benötigt werden (z. B. Fahrzeuge, Maschinen und mechanische Geräte), vergleichsweise deutlich erschwert wurde (siehe Abbildung F). Demnach haben sich die russischen Importe im März 2022 durch die erste Sanktionsrunde um insgesamt rund 15 % verringert.

Abbildung F
Auswirkungen der Sanktionen auf die Einfuhren Russlands

(Differenz von Differenzen, Effekt in Prozentpunkten im März 2022 gegenüber Februar 2022)



Quellen: Trade Data Monitor, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Differenz von Differenzen ergibt sich, indem von der von Februar bis März 2022 eingetretenen Veränderung der russischen Importe aus sanktionierenden Ländern die entsprechende Veränderung der russischen Importe aus nicht sanktionierenden Ländern subtrahiert wird. Für Exportländer mit begrenzter Datenverfügbarkeit werden die Exportdaten auf Ebene der ersten beiden Stellen der Warencodes im Harmonisierten System verwendet. Folgende Länder haben keine Sanktionen verhängt: Argentinien, Brasilien, China, Costa Rica, Hongkong, Indien, Indonesien, Island, Israel, Kasachstan, Malaysia, Mexiko, Norwegen, Peru, Philippinen, Singapur, Südafrika, Thailand und die Türkei. Länder mit Sanktionen sind: Australien, Belgien, Brunei Darussalam, Bulgarien, Chile, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Kolumbien, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Marokko, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Schweiz, Slowakei, Slowenien, Spanien, Südkorea, Taiwan, Tschechische Republik, Ungarn, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten und Zypern. Die ausgewählten Sektoren decken rund 60 % aller russischen Importe ab.

2 Lohnquotendynamik und Zweitrundeneffekte auf die Inflation nach Energiepreisschüben in den 1970er-Jahren und heute

Niccolò Battistini, Helen Grapow, Elke Hahn und Michel Soudan

Im vorliegenden Kasten wird der Frage nachgegangen, wie sich in Zeiten sprunghaft ansteigender Energiepreise die Lohnquote entwickelt und wie mögliche Zweitrundeneffekte auf die Inflation einwirken. In einer Region wie dem Euro-Währungsgebiet, die per saldo Energie importiert, führt eine zunehmende Verteuerung von Energie zu einer Verschlechterung der Terms of Trade (des Verhältnisses von Ausfuhr- zu Einfuhrpreisen) und damit zu einer Erosion des Einkommens, welches zur Vergütung der inländischen Produktionsfaktoren genutzt wird. Die Lohnquote (also der Anteil des auf die Löhne entfallenden Inlandseinkommens) kann Aufschluss über die Widerstandsfähigkeit der Arbeitnehmer gegenüber solchen Verlusten beim Realeinkommen und über die Gefahr möglicher Zweitrundeneffekte auf die Preisentwicklung geben.¹ Untersucht wird hier die Entwicklung der Lohnquote und der Inflation im Euroraum im Gefolge der Energiepreissteigerungen seit dem zweiten Quartal 2021. Dazu wird zunächst die gegenwärtige Phase mit einer anderen wohlbekannteren Episode großer Energiepreisschocks verglichen, nämlich dem Ölembargo der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) im Oktober 1973. Dann wird die Entwicklung im Eurogebiet jener in den Vereinigten Staaten gegenübergestellt. Und schließlich wird anhand einer modellgestützten Analyse beleuchtet, wie sich die Transmission von Energiepreisanstiegen auf die Inflation und insbesondere die Entstehung von Zweitrundeneffekten im Vergleich zu den Siebzigerjahren verändert hat.

Die Lohnquote spiegelt die Wechselbeziehungen zwischen Reallöhnen, Produktivität und den Terms of Trade wider. Rein rechnerisch nimmt die Lohnquote zu, wenn es zu einem Anstieg der realen Konsumentenlöhne (gemessen am Nominallohn je Erwerbstätigen dividiert durch den Deflator der privaten Konsumausgaben), einem Rückgang der Arbeitsproduktivität oder einer Verschlechterung der Terms of Trade (näherungsweise gemessen am Verhältnis des BIP-Deflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben) kommt.² Je nachdem, wie stark höhere Importpreise auf die Verbraucherpreise überwälzt werden,

¹ Die Lohnquote (gemessen als Quotient aus Nominallöhnen und dem nominalen BIP) stellt eine gute Näherungsgröße für die realen Grenzkosten der Unternehmen in der neukeynesianischen Phillips-Kurve und damit eine quantitativ wichtige Bestimmungsgröße der Inflation dar. Weitere Informationen zum Zusammenhang zwischen Lohnquote und Inflationsdynamik finden sich in: J. Galí und M. Gertler, Inflation Dynamics: A structural econometric analysis, Journal of Monetary Economics, Bd. 44, Nr. 2, 1999, S. 195-222.

² Formal lässt sich die Lohnquote wie folgt zerlegen: $\frac{W}{Y} = \frac{W}{E \cdot p^C} \cdot \frac{p^C}{p^Y} \cdot \frac{E}{Y^r}$ wobei W für die Arbeitnehmerentgelte (bereinigt um die Erwerbstätigenquote), Y für das nominale BIP, E für die Erwerbstätigen, p^C für den Deflator der privaten Konsumausgaben, p^Y für den BIP-Deflator und Y^r für das reale BIP steht. Somit entspricht die Lohnquote auf der linken Seite der Gleichung dem Produkt der drei Quotienten auf der rechten Seite, d. h. der realen Konsumentenlöhne, der invertierten Terms of Trade und der invertierten Arbeitsproduktivität. Eine ähnliche Verwendung des Verhältnisses vom Deflator der privaten Konsumausgaben zum BIP-Deflator als Näherungsgröße für die Terms of Trade findet sich beispielsweise in: EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#) Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

verringert ein energiebedingter Rückgang der Terms of Trade die realen Konsumentenlöhne. Dies führt potenziell dazu, dass die Löhne zum Schutz der Arbeitnehmerkaufkraft unter Aufwärtsdruck geraten. Daher hängt die Wirkung von Energiepreissteigerungen auf die Lohnquote entscheidend von der Reaktion des Arbeitseinkommens ab. Letzteres beeinflusst unter sonst gleichen Bedingungen durch seine Reaktion auf die Energieverteuerung wiederum die Lohnstückkosten und den BIP-Deflator.

Verglichen mit den Erfahrungen der 1970er-Jahre hatte die jüngste Verschlechterung der Terms of Trade nur begrenzte Auswirkungen auf das Arbeitseinkommen und den BIP-Deflator. Der Anstieg der Energiepreise führte im Zeitraum vom zweiten Quartal 2021 bis zum ersten Quartal 2022 zu einem erheblichen Rückgang der Terms of Trade des Euro-Währungsgebiets, wodurch es zum stärksten Vierquartalsverlust seit 40 Jahren kam.³ Doch dieser Einkommensverlust entspricht lediglich etwa einem Drittel des Rückgangs, der durch das Ölembargo der OPEC vom vierten Quartal 1973 bis zum dritten Quartal 1974 ausgelöst wurde.⁴ Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass die realen Konsumentenlöhne nach dem jüngsten Anstieg der Energieinflation zurückgegangen sind, während sie sich in den Siebzigerjahren kräftig erhöhten.⁵ Insgesamt führten niedrigere Terms-of-Trade-Verluste und geringere Reallöhne zu einer leicht rückläufigen Lohnquote. Dies steht im Widerspruch zu der kräftigen Zunahme nach dem Ölembargo der OPEC (siehe Abbildung A, Grafik a). Diese Dynamik schlug sich im Profil des BIP-Deflators nieder, der während der jüngsten Episode anders als in den 1970er-Jahren moderat und über unterschiedliche Kanäle (mehr über die Gewinne und Abgaben je BIP-Einheit als über die Lohnstückkosten) zulegte (siehe Abbildung A, Grafik b).

³ Der Einkommenseffekt der Terms of Trade (in % des BIP) errechnet sich, indem die Veränderungen der Export- und Importpreise mit ihren entsprechenden Werten gewichtet werden. Auf dieser Grundlage verminderte sich das inländische Einkommen durch den Rückgang der Terms of Trade vom zweiten Quartal 2021 bis zum ersten Quartal 2022 um 1,6 BIP-Prozentpunkte. Dabei gilt es zu beachten, dass sich dieser Verlust auf den Gesamteffekt bezieht, der von den Terms of Trade auf das Einkommen ausgeht, d. h. einschließlich des Anstiegs der Energiepreise und sonstiger Komponenten (z. B. Wechselkursrückgang). Zur Methodik siehe EZB, [Verschlechterung der Terms of Trade und ihre Auswirkungen auf das Realeinkommen und die Leistungsbilanz](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

⁴ Die Daten für den Euroraum für die Zeit vor 1995 stammen aus der Datenbank des Euroraum-Modells. Siehe G. Fagan, J. Henry und R. Mestre, [An area-wide model \(AWM\) for the Euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 42, 2001.

⁵ Es ist auf eine mögliche Verzerrung der jüngsten Lohndynamik hinzuweisen, da verschiedene Regierungen des Euroraums Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingeführt haben, um die Folgen der Coronakrise (Covid-19) für das Einkommen der Arbeitnehmer abzumildern.

Abbildung A

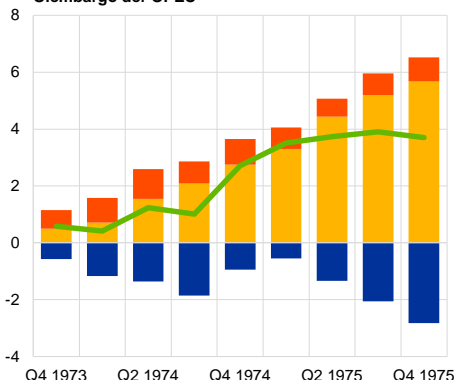
Lohnquote und BIP-Deflator im Euroraum in den 1970er-Jahren und heute

a) Lohnquote und Beitrag der Komponenten

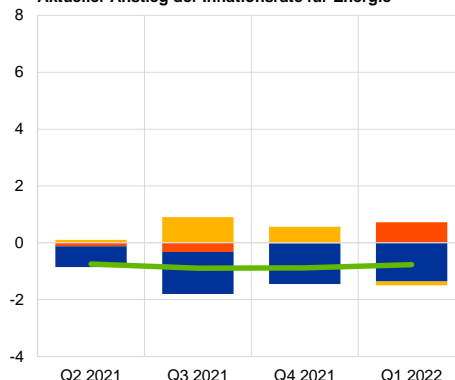
(kumulierte Veränderungen; in Prozentpunkten des BIP)

- Produktivität (invers)
- Reale Konsumentenlöhne
- Terms of Trade (invers)
- Lohnquote

Ölembargo der OPEC



Aktueller Anstieg der Inflationsrate für Energie

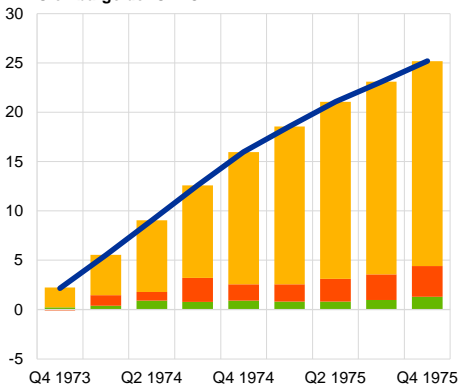


b) BIP-Deflator und Beitrag der Komponenten

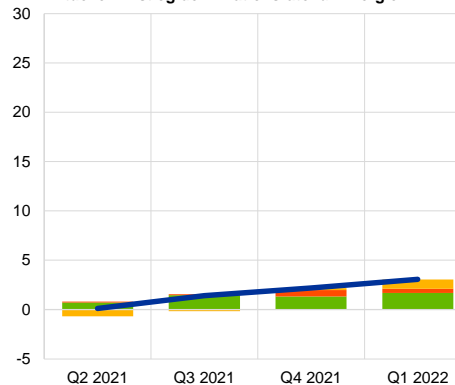
(kumulierte Veränderungen; in Prozentpunkten)

- Lohnstückkosten
- Gewinne je BIP-Einheit
- Abgaben je BIP-Einheit
- BIP-Deflator

Ölembargo der OPEC



Aktueller Anstieg der Inflationsrate für Energie



Quellen: Eurostat, Datenbank des Euroraum-Modells der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Produktivität wird gemessen als reales BIP dividiert durch die Erwerbstätigenzahl. Die realen Konsumentenlöhne sind definiert als (um die Erwerbstätigenquote bereinigte) Arbeitnehmerentgelte dividiert durch die Erwerbstätigenzahl und den Deflator der privaten Konsumausgaben. Die Terms of Trade werden durch das Verhältnis des BIP-Deflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben approximiert.

In der aktuellen Phase ähnelt die Dynamik der Lohnquote in den Vereinigten Staaten jener im Euroraum, während sie sich in den 1970er-Jahren beträchtlich davon unterschied. Der Einkommensverlust, den steigende Energiepreise über die Terms of Trade verursachen, fällt heute in den USA mit 1,5 Prozentpunkten des BIP geringer als in den 1970er-Jahren aus, als er sich auf 3,0 Prozentpunkte des BIP

belief.⁶ Im Gegensatz zum Eurogebiet nahm die US-Lohnquote im Gefolge des Ölembargos der OPEC jedoch leicht ab – worin sich vornehmlich Verluste bei den realen Konsumentenlöhnen niederschlugen –, wohingegen sich die Entwicklung in der Gegenwart in beiden Wirtschaftsräumen ähnelt (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Bestimmungsfaktoren des BIP-Deflators in den Vereinigten Staaten stellen sich heute, wenn auch in etwas abgeschwächerter Form, ähnlich wie in den 1970er-Jahren dar; steigende Gewinne je BIP-Einheit spielten in beiden Zeiträumen eine wichtige Rolle (siehe Abbildung B, Grafik b). Insgesamt zeigt die Erfahrung aus den USA, dass der BIP-Deflator im Zuge von Energiepreisschocks trotz begrenzter Lohnindexierungsmechanismen und (insbesondere heute) einer geringen Netto-Energieabhängigkeit sowie einer hohen Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erheblich zunehmen kann.

⁶ Dabei ist der aus der Verschlechterung der Terms of Trade resultierende Einkommensverlust in den Vereinigten Staaten in beiden Zeiträumen geringer als im Euroraum. Erklärbar ist dies durch die höhere Energieabhängigkeit des Euroraums (siehe beispielsweise M. Fosco und T. Klitgaard, [Recycling Oil Revenue](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 14. Mai 2018). Diese Diskrepanz hat sich in den letzten zwanzig Jahren vergrößert, da die Vereinigten Staaten im Energiebereich deutlich autarker geworden sind, während sich die Abhängigkeit des Euroraums von ausländischer Energie per saldo erhöht hat, wenngleich sie unter dem Niveau der angehenden Achtzigerjahre geblieben ist (siehe [Website der US Energy Information Administration \(EIA\)](#)).

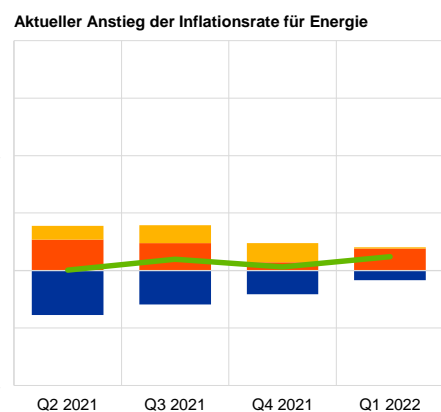
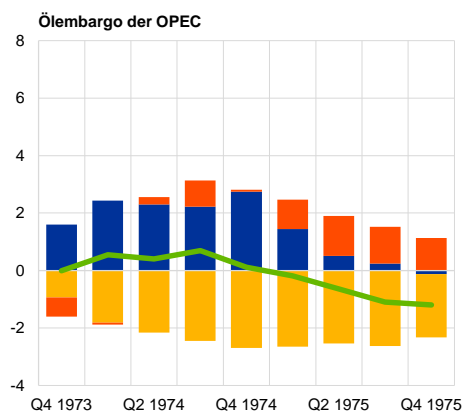
Abbildung B

Lohnquote und BIP-Deflator in den Vereinigten Staaten in den 1970er-Jahren und heute

a) Lohnquote und Beitrag der Komponenten

(kumulierte Veränderungen; in Prozentpunkten des BIP)

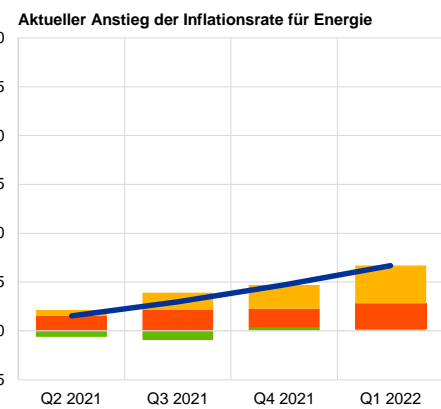
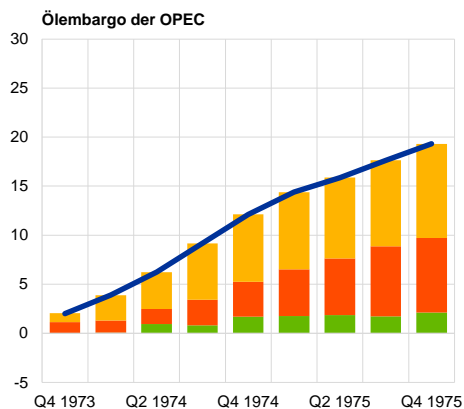
- Produktivität (invers)
- Reale Konsumentenlöhne
- Terms of Trade (invers)
- Lohnquote



b) BIP-Deflator und Beitrag der Komponenten

(kumulierte Veränderungen; in Prozentpunkten)

- Lohnstückkosten
- Gewinne je BIP-Einheit
- Abgaben je BIP-Einheit
- BIP-Deflator



Quellen: OECD, US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

Mit einem Strukturmodell lassen sich die Zweitrundeneffekte von Energiepreiserhöhungen auf die Inflation ermitteln. Vom Ölangebot ausgehende Schocks, die ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Energiepreise sind, können sich über direkte Effekte, indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte auf die Verbraucherpreise auswirken.⁷ Direkte Effekte kommen unmittelbar bei bestimmten HVPI-Komponenten zum Tragen, während bei indirekten Effekten der Schock über die Produktions- und Vertriebskette auf die Verbraucherpreise übertragen wird.

⁷ Die Taxonomie der verschiedenen Auswirkungen von Energiepreissteigerungen auf die Inflation findet sich in: EZB, [Die jüngste Ölpreisentwicklung und ihr Einfluss auf die Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Monatsbericht Juli 2004.

Zweitrundeneffekte treten dann auf, wenn die Wirtschaftsakteure die inflationssteigernde Wirkung der direkten und indirekten Effekte über die Lohn- und Preissetzung weitergeben, was zu einer Lohn-Preis-Spirale führen kann. Mithilfe eines Strukturmodells wird in zwei Schritten analysiert, wie der Ölangebotsschock auf die Inflation durchwirkt.⁸ Zunächst werden die direkten Effekte aus den Gesamteffekten herausgerechnet, indem sie anhand der Differenz zwischen der Reaktion des HVPI und des HVPI ohne Energie näherungsweise ermittelt werden.⁹ Anschließend werden Ausmaß und Herkunft von Zweitrundeneffekten mithilfe der Reaktionen des BIP-Deflators und seiner Komponenten untersucht. Eine Gegenüberstellung der im ersten Analyseschritt abgeleiteten kombinierten indirekten und Zweitrundeneffekte mit den Zweitrundeneffekten, die über den BIP-Deflator im zweiten Analyseschritt erfasst werden, lässt einige Rückschlüsse auf die indirekten Effekte zu. Die Modellschätzungen für die 1970er- und 1980er-Jahre und für den Zeitraum seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 geben Aufschluss darüber, inwieweit sich die Transmission der Ölangebotsschocks auf die Inflation und das Entstehen von Zweitrundeneffekten in den beiden Zeiträumen unterscheiden.

In den 1970er- und 1980er-Jahren spielten Zweitrundeneffekte bei der Übertragung von Ölangebotsschocks auf die Inflation eine wichtige Rolle, doch seit der Euro-Einführung sind sie im Durchschnitt weitgehend ausgeblieben. In den Siebziger- und Achtzigerjahren wirkten sich

Ölangebotsschocks verzögert, aber auch erheblich und dauerhaft auf die Teuerungsrate nach dem HVPI aus, wofür vor allem die kombinierten indirekten und Zweitrundeneffekte ausschlaggebend waren (siehe Abbildung C, Grafik a). Im Zeitraum seit der Euro-Einführung hatte ein Schock derselben Größenordnung dagegen eine frühere, dafür aber geringe und nur vorübergehende Wirkung auf die HVPI-Inflation. Diese war in etwa gleichem Maße direkten Effekten einerseits und kombinierten indirekten und Zweitrundeneffekten andererseits geschuldet. In den 1970er- und 1980er-Jahren begann der BIP-Deflator ungefähr ein halbes Jahr nach Eintritt des Schocks zu steigen. Dieser Anstieg war zunächst durch die Nominallöhne (gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer) und ein Jahr später auch durch die Gewinne je BIP-Einheit bedingt und mündete in einer Lohn-Preis-Spirale (siehe Abbildung C, Grafik b). Seit 1999 hingegen wurden die durch Ölangebotsschocks verursachten Realeinkommensverluste in durchschnittlicher Betrachtung weder im Rahmen der Lohn- noch der Preissetzung wettgemacht. Die Ergebnisse deuten überdies darauf hin, dass in den Siebziger- und Achtzigerjahren vornehmlich Zweitrundeneffekte für die lang anhaltenden Auswirkungen der Ölangebotsschocks auf die HVPI-Inflation verantwortlich waren, während indirekte Effekte lediglich in den ersten Quartalen nach dem Schock zur höheren HVPI-Teuerung beitragen. Für den Zeitraum seit 1999 gibt es nur wenig Belege für anhaltende Zweitrundeneffekte. Deshalb überwiegen hier bei den geschätzten kombinierten Effekten die indirekten

⁸ Die Impulsantworten werden aus einer modifizierten Version des von E. Hahn entwickelten Modells abgeleitet. Siehe E. Hahn, How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model, Applied Economics, Bd. 53, Ausgabe 22, 2021. Das Modell wurde so erweitert, dass es auch einen Ölangebotsschock identifizieren kann. Es wird separat für den Zeitraum seit der Euro-Einführung (erstes Quartal 1999 bis viertes Quartal 2019, d. h. unter Ausschluss der Covid-19-Krise) und für den Zeitraum vom ersten Quartal 1973 bis zum vierten Quartal 1989 geschätzt, um den besonderen Merkmalen dieser Zeiträume Rechnung zu tragen. Seit Anfang der Siebzigerjahre hat sich die Wirtschaft nämlich in struktureller und institutioneller Hinsicht grundlegend verändert.

⁹ Bei den HVPI-Daten für die Zeit vor 1996 handelt es sich um interne Schätzungen der EZB.

Effekte. Im Einklang mit der oben beschriebenen Berechnungsmethode geht aus den Modellergebnissen auch hervor, dass ein Ölangebotsschock zwar in den 1970er- und 1980er-Jahren, aber nicht im Zeitraum seit der Euro-Einführung zu einem Anstieg der Lohnquote geführt hat.

Abbildung C

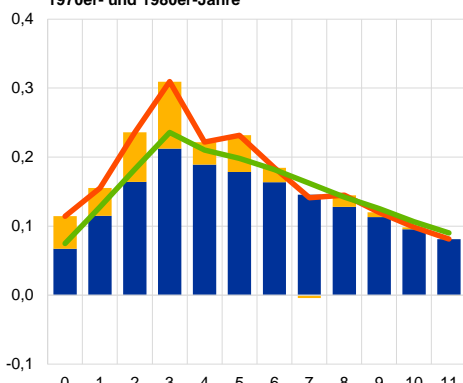
Wirkung eines Ölangebotsschocks in den 1970er- und 1980er-Jahren sowie im Zeitraum seit der Euro-Einführung

a) Direkte Effekte gegenüber indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten

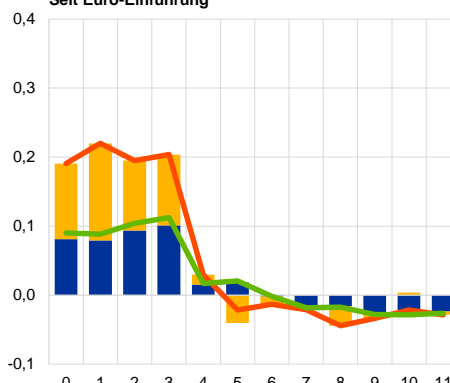
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Indirekte Effekte und Zweitrundeneffekte
- Direkte Effekte
- HVPI
- HVPI ohne Energie

1970er- und 1980er-Jahre



Seit Euro-Einführung

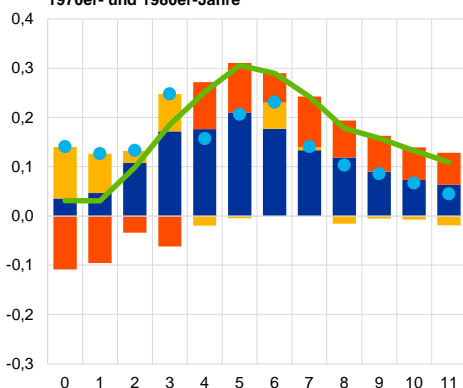


b) Zweitrundeneffekte

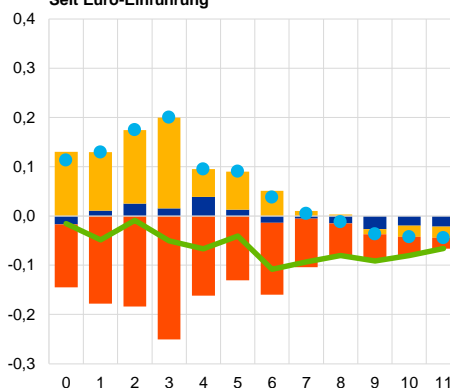
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer
- Arbeitsproduktivität
- Gewinne je BIP-Einheit
- BIP-Deflator
- Lohnstückkosten

1970er- und 1980er-Jahre



Seit Euro-Einführung



Quellen: Eurostat, EZB, Datenbank des Euroraum-Modells der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Schätzungen auf Basis einer modifizierten Version des von E. Hahn (a. a. O., siehe Fußnote 8) entwickelten Modells. In allen Grafiken ist der Ölangebotsschock standardisiert und spiegelt einen Anstieg der Ölpreise um 10 % wider. Auf der x-Achse ist die Anzahl der Quartale seit Beginn des Schocks abgebildet, wobei „0“ für das Quartal steht, in dem der Schock eingetreten ist. Der Schätzzeitraum erstreckt sich in der jeweils linken Grafik vom ersten Quartal 1973 bis zum vierten Quartal 1989 und in der jeweils rechten Grafik vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019.

Im Vergleich zu den Siebzigerjahren haben sich die Lohnquote und der BIP-Deflator zuletzt verhalten entwickelt, während seit 1999 im Schnitt praktisch

keine Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise auf die Inflation zu verzeichnen waren. Nach dem jüngsten Energiepreisschub stieg der BIP-Deflator im Euroraum deutlich weniger stark an als der HVPI. Die gegenüber den 1970er-Jahren gedämpftere Entwicklung der Lohnquote und des BIP-Deflators ist möglicherweise auf mehrere langfristige wirtschaftliche Veränderungen zurückzuführen, die sich unter anderem auf die Produktionsstruktur (z. B. geringere Energieabhängigkeit, stärkere Integration in globale Wertschöpfungsketten), die Arbeitsmarktinstitutionen (z. B. weniger verbreitete Lohnindexierung, niedrigerer Grad der gewerkschaftlichen Organisation) und die Geldpolitik (z. B. klarere Strategie der Inflationssteuerung) ausgewirkt haben.¹⁰ Allerdings nimmt bei einer hohen und anhaltenden Inflation das Risiko von Zweitrundeneffekten zu, die über höhere Löhne und Gewinnmargen zutage treten könnten.

¹⁰ Zur Lohnindexierung siehe M. Goldstein, [Wage Indexation, Inflation, and the Labor Market](#), Staff papers des IWF, Bd. 22, Nr. 3, 1975; J. Bivens, [Look to the 1990s, not the 1970s, for the right lessons to guide today's monetary policy](#), Working Economics Blog, Economic Policy Institute, August 2016; J. Bivens, [Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?](#), Working Economics Blog, Economic Policy Institute, April 2022. Zur Geldpolitik siehe M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak und E. T. Swanson, Convergence and anchoring of yield curves in the euro area, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 93, Nr. 1, 2011, S. 350-364. Erläuterungen zur Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Lohnindexierung finden sich in: B. Hofmann, G. Peersman und R. Straub, Time variation in U.S. wage dynamics, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 59, Nr. 8, 2012, S. 769-783.

3 Ersparnisse der privaten Haushalte während der Covid-19-Pandemie: Wie wirken sie sich auf die Erholung des Konsums aus?

Maarten Dossche, Dimitris Georgarakos, Aleksandra Kolndrekaj und Francisco Tavares

Im Rahmen der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) wurden die privaten Haushalte in den Jahren 2020 und 2021 zu ihrem Sparverhalten und den zugrunde liegenden Motiven befragt.

Dabei wurden einige Sonderfragen gestellt: Die privaten Haushalte sollten mitteilen, ob sie 2020 Ersparnisse auf- oder abgebaut hatten, in welchem Umfang dies geschehen war und aus welchen Gründen. Die Antworten auf diese Fragen geben Aufschluss darüber, welche Faktoren für den Anstieg der Ersparnisse verantwortlich sind, der in den aggregierten Daten des Euroraums zu verzeichnen ist.¹

Die Daten zeigen, dass die meisten Privathaushalte während der Corona-Pandemie (Covid-19) nicht in der Lage waren, ihre Ersparnisse aufzustocken. Aus Abbildung A (Grafik a) geht hervor, dass sich die Sparbestände der privaten Haushalte im Verlauf des Jahres 2020 mehrheitlich nicht veränderten. Hingegen konnten rund 20 % der Haushalte zusätzliche Ersparnisse bilden. In etwa 16 % der Haushalte wurden Ersparnisse abgeschmolzen. Die Ursachen für den Auf- bzw. Abbau von Ersparnissen waren jeweils unterschiedlich (siehe Abbildung A, Grafik b). Haushalte, die sparten, taten dies vor allem wegen der Einschränkungen durch die Corona-Pandemie, der Angst vor einer Infektion und aus Vorsichtsmotiven.² Diejenigen, die Ersparnisse aufbrauchten, nannten unerwartete Einkommensverluste als Hauptgrund. Viele unter ihnen begründeten den Ersparnisabbau jedoch auch mit pandemiebedingten Faktoren (z. B. mit zusätzlichen Ausgaben), die sie dazu zwangen, auf ihre Ersparnisse zurückzugreifen. Insgesamt stehen diese Ergebnisse mit früheren Feststellungen³ im Einklang, denen zufolge der sprunghafte Anstieg der aggregierten Sparquote in erster Linie durch eine unfreiwillige Ersparnisbildung bedingt war, die wiederum auf die Covid-19-Einschränkungen und die Angst vor einer Infektion zurückging. Aber auch Vorsichtsmotive spielten hierbei eine wichtige Rolle.

¹ Die Analyse beruht auf den Antworten privater Haushalte in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Belgien.

² Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das Vorsichtsmotiv in Abbildung A (Grafik b) eine Obergrenze darstellt, wenn es um die Erklärung des Anstiegs der aggregierten Sparquote geht. Dieses Motiv dürfte nämlich bereits vor der Pandemie vorhanden gewesen sein (im Gegensatz zu den pandemiebedingten Ursachen).

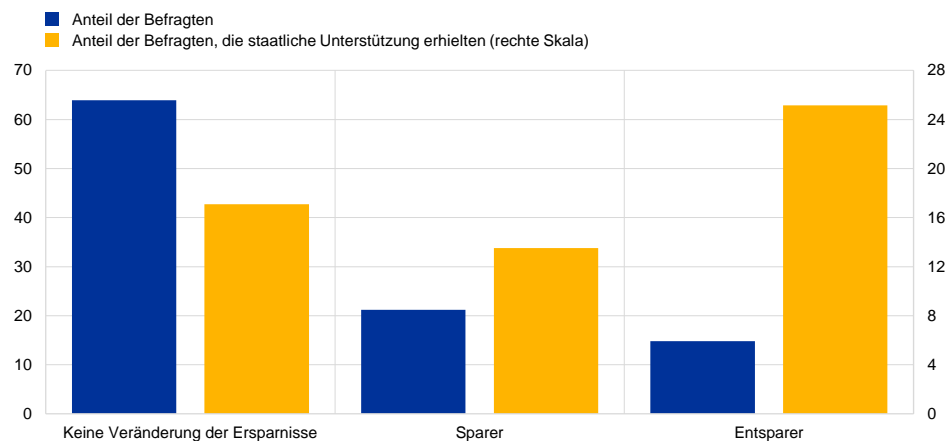
³ Siehe M. Dossche und S. Zlatanos, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, EZB, September 2020.

Abbildung A

Sparer/Entsparer und Ursachen für den Ersparnisaufbau/Ersparnisabbau

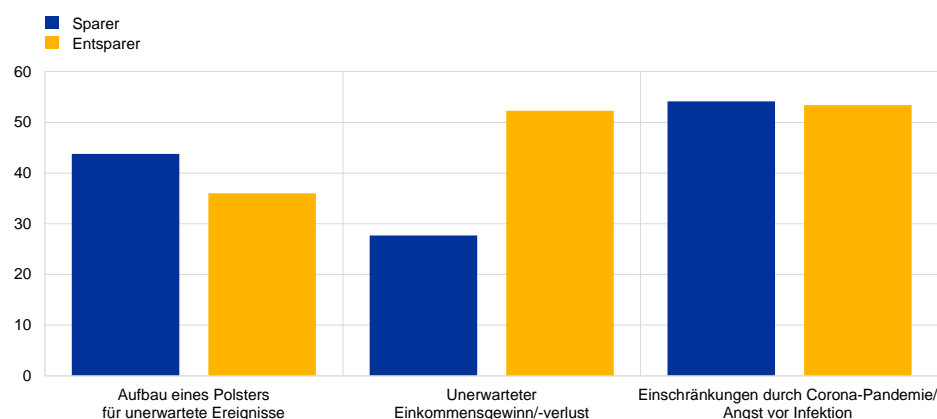
a) Sparer und Entsparer

(linke Skala: in % der Befragten; rechte Skala: in % der Befragten innerhalb der jeweiligen Gruppe)



b) Ursachen für den Ersparnisaufbau/Ersparnisabbau

(in % der Sparer/Entsparer)



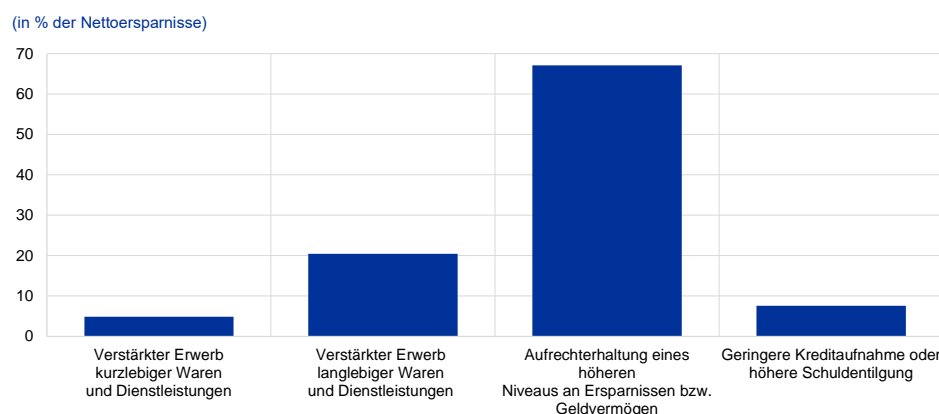
Quelle: EZB (CES).

Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. Grafik b zeigt den Anteil der Befragten, die angaben, dass der jeweilige Grund ausschlaggebend für ihr Sparverhalten war. Auch die Nennung mehrerer Gründe war möglich.

Die Haushalte, die ihre Ersparnisse reduzierten, erhielten generell mehr staatliche Unterstützung, waren häufiger mit Liquiditätsbeschränkungen konfrontiert und wiesen eine höhere marginale Konsumneigung auf als die Gruppe der Sparer. Werden die obigen Informationen mit den Angaben aus den regulären CES-Umfragemodulen verknüpft, so lässt sich daraus ein wirtschaftliches Profil der Sparer- und der Entsparer-Haushalte entwerfen. Dieses Profil bestätigt, dass im Wesentlichen jene privaten Haushalte staatliche Corona-Hilfen erhielten, die wegen der Beeinträchtigungen durch die Pandemie auf ihre Ersparnisse zurückgreifen mussten. Privathaushalte, die Ersparnisse aufbauten, waren indes tendenziell weniger liquiditätsbeschränkt und hatten eine niedrigere marginale Konsumneigung. Dadurch dürfte der Aufwärtsdruck auf den Konsum, der sich aus dem erwarteten Ersparnisabbau im Zuge des Nachlassens der Pandemie ergab, begrenzt worden sein.

Die Befragten rechneten damit, dass sie den Großteil der coronabedingten Ersparnisse nicht bis zum Frühjahr 2022 ausgegeben haben würden. Im März 2021 enthielt die Umfrage zwei Sonderfragen zu den Ersparnissen. Die Umfrageteilnehmer sollten Auskunft darüber geben, a) um welchen Betrag sie ihre Ersparnisse seit Januar 2020 auf- bzw. abgebaut hatten und b) wie sie den seit Anfang 2020 angesparten Betrag oder das gebildete Geldvermögen in den darauffolgenden zwölf Monaten nutzen wollten bzw. wie sie beabsichtigten, in diesem Zeitraum auf die Verringerung der Ersparnisse oder des Geldvermögens zu reagieren. Die Zusammenfassung der Antworten auf diese Fragen ermöglichte es, den Anteil der gebildeten Nettoersparnisse zu berechnen, den die Privathaushalte in den kommenden zwölf Monaten zu Konsumzwecken ausgeben wollten (siehe Abbildung B). In den Ergebnissen könnten auch einige Ersparnisse enthalten sein, die für regulär geplanten Konsum verwendet werden, insbesondere für größere Anschaffungen. Wie aus Abbildung B hervorgeht, rechneten die Befragten im März 2021 damit, dass sie mindestens 74 % der seit Januar 2020 akkumulierten überschüssigen Nettoersparnisse nicht innerhalb der nächsten zwölf Monate ausgeben würden. Dies dämpft die Hoffnung darauf, dass eine auf breiter Front aufgestaute Nachfrage besteht.

Abbildung B
Verwendung der Nettoersparnisse in den nächsten zwölf Monaten



Quelle: EZB (CES vom März 2021).
Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. Bei den Nettoersparnissen handelt es sich um die Differenz zwischen dem seit Januar 2020 angesparten Betrag und den seither aufgebrauchten Ersparnissen. Die Balken bilden den Anteil der Nettoersparnisse ab, der für den jeweiligen Zweck verwendet wird.

Außerdem sollten die privaten Haushalte ihr Konsumverhalten mit der Zeit vor der Covid-19-Pandemie vergleichen. Im Juli 2021 wurden die Haushalte im Rahmen des CES gefragt, wie sich ihr Konsum im Vergleich zum Vorpandemieniveau verändert hat und wie er sich, ebenfalls verglichen mit der Zeit vor der Pandemie, wohl künftig entwickeln wird.⁴ Die Mehrzahl der Privathaushalte meldete, dass ihr Konsum in den zwölf Monaten bis Juli 2021 ihrem vor der

⁴ In der vergangenheitsbezogenen Frage wurden die Umfrageteilnehmer gebeten, ihre gesamten Konsumausgaben für alle Waren und Dienstleistungen in den letzten zwölf Monaten einzuschätzen und anzugeben, ob der Konsum ihres Haushalts höher als/in etwa so hoch wie/geringer als im Schnitt vor der Pandemie war. Der zukunftsgerichtete Teil der Frage bezog sich auf die nächsten zwölf Monate.

Pandemie typischen Konsumverhalten entsprach (siehe Abbildung C, Grafik a).⁵ Über 30 % der privaten Haushalte gaben an, weniger konsumiert zu haben als vor der Coronakrise, während weniger als 15 % berichteten, dass ihr Konsum gestiegen sei. Diese Antworten standen im Einklang mit der Abnahme des gesamtwirtschaftlichen Verbrauchs, die gegenüber dem Vorpandemieniveau zu beobachten war. Bei den Haushalten, die während der Pandemie Ersparnisse aufgebaut hatten („Sparer“), fiel der Rückgang der Konsumausgaben deutlicher aus. Noch offensichtlicher war er bei den Haushalten, die meldeten, dass pandemiebedingte Gründe (z. B. staatliche Einschränkungen oder die Angst vor einer Infektion) für die Ersparnisbildung während der Pandemie ausschlaggebend gewesen seien („Covid-19-Sparer“) (siehe Abbildung C, Grafik a). Dies untermauert die Beobachtung, dass ein erheblicher Teil der zusätzlichen Ersparnisse von Haushalten gebildet wurde, die aufgrund von Covid-19-Einschränkungen in verschiedenen Bereichen gezwungen waren, ihren Konsum zu reduzieren („unfreiwillige Ersparnisse“).

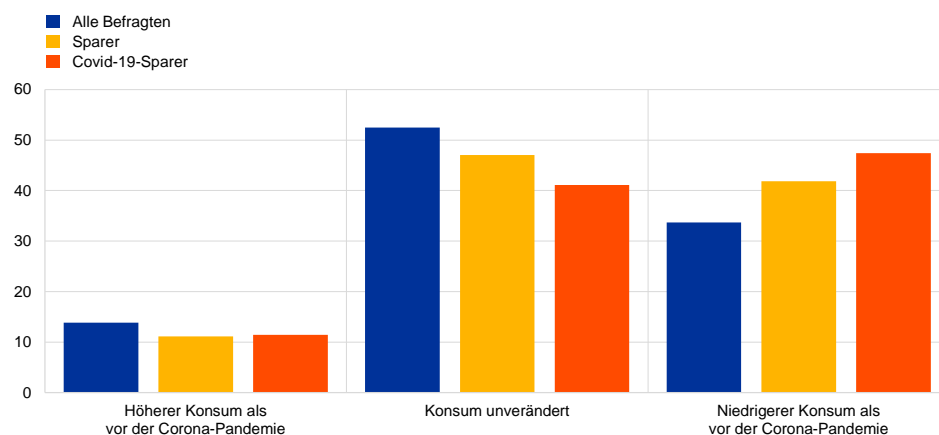
⁵ Aus aggregierten Analysen ergaben sich auch keine Hinweise darauf, dass eine auf breiter Front aufgestaute Nachfrage den Konsum, der sich derzeit in einer Erholungsphase befindet, noch in nennenswertem Umfang weiter beleben könnte. Siehe M. Dossche, G. Krustev und S. Zlatanos, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, EZB, August 2021.

Abbildung C

Konsum im Vergleich zum Vorpandemieniveau

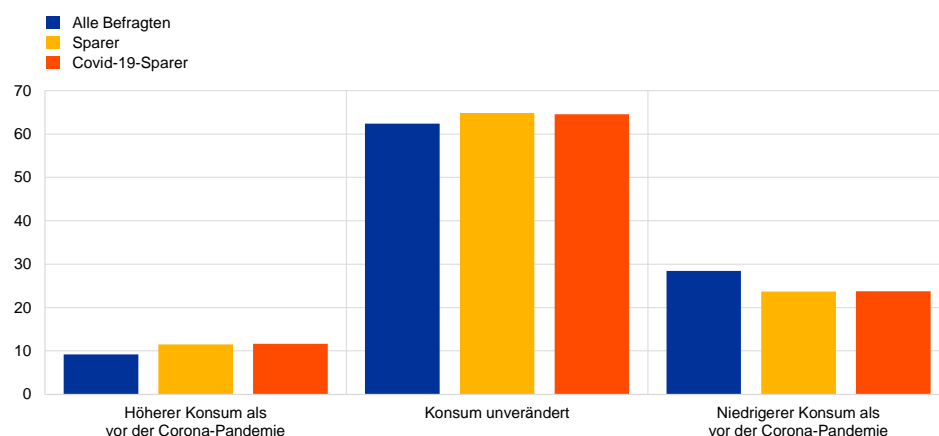
a) Konsum in den letzten zwölf Monaten

(in % der Befragten innerhalb der jeweiligen Gruppe)



b) Konsum in den nächsten zwölf Monaten

(in % der Befragten innerhalb der jeweiligen Gruppe)



Quelle: EZB (CES vom Juli 2021).

Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. Um verschiedene Arten von Sparern unterscheiden zu können, wurden Fragen zu den Ersparnissen aus dem CES vom Juli 2021 verwendet.

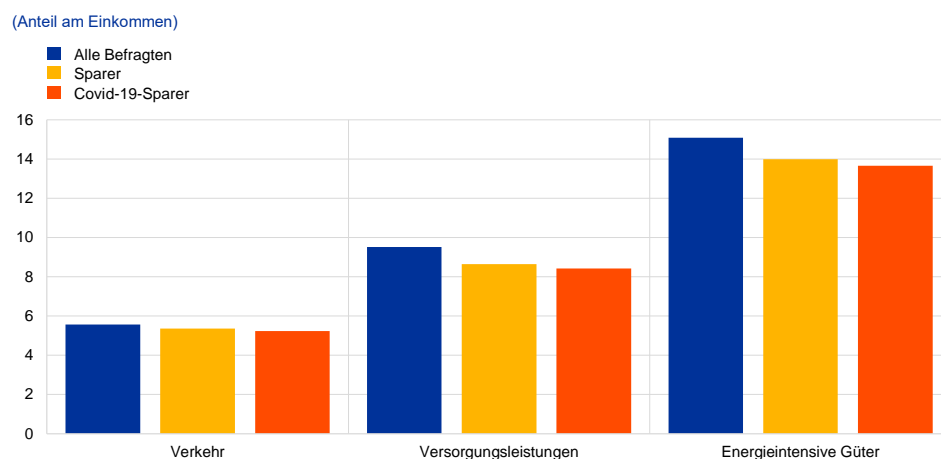
Auf die Frage nach ihrer künftigen Ausgabenplanung gingen die meisten Verbraucher davon aus, dass ihre Konsumausgaben wieder das Vorpandemieniveau erreichen würden.

Darüber hinaus überstieg der Anteil der Verbraucher, die angaben, künftig weniger zu konsumieren als vor der Pandemie, den Anteil der Verbraucher, die von einem höheren Konsum ausgingen (siehe Abbildung C, Grafik b). Die Evidenz zeigt zwar, dass staatliche Einschränkungen und die Angst vor einer Infektion zur Ersparnisbildung beitrugen, doch wurde erwartet, dass diese Gründe an Bedeutung verlieren – insbesondere nach dem Sommer 2021, da ab diesem Zeitpunkt ein erheblicher Teil der Bevölkerung die erste Impfung erhalten hatte und die Beschränkungen gelockert wurden. Die Tatsache, dass die privaten Haushalte ihre Ausgaben auch nach den Sommermonaten 2021 nur zögerlich erhöhten, legt jedoch den Schluss nahe, dass Vorsichtsmotive – vor allem in Anbetracht der pandemiebedingten finanziellen Sorgen und der damit

verbundenen Unsicherheit – weiterhin eine wichtige Rolle spielten.⁶ Insgesamt deuten die Ergebnisse des CES vom Juli 2021 nicht auf eine unmittelbare Belebung des gesamtwirtschaftlichen Konsums durch eine auf breiter Front aufgestaute Nachfrage hin, denn dafür müssten zunächst die finanziellen Sorgen der privaten Haushalte nachlassen.⁷ Da die Umfrage Mitte 2021 durchgeführt wurde, könnte sich darin auch die Erwartung einer weiteren Covid-19-Welle widerspiegeln haben, die sich in weiten Teilen auch bewahrheitet hat.

Da sich die pandemiebedingten Ersparnisse auf bestimmte Privathaushalte konzentrieren, können sie nur begrenzt dafür eingesetzt werden, den jüngsten Anstieg der Energiepreise abzufedern. Wie bereits erläutert machen die Privathaushalte, die während der Corona-Pandemie Ersparnisse bilden konnten, nur rund 20 % der Bevölkerung aus. Zudem werden diese Haushalte durch energieintensive Konsumgüter weniger stark belastet als der Durchschnitt aller Haushalte (siehe Abbildung D). Auf die Gruppe der Covid-19-Sparer trifft dies sogar noch mehr zu. Diese Einschätzung deckt sich mit anderen Erkenntnissen aus dem CES, denen zufolge Haushalte mit höherem Einkommen tendenziell einen geringeren Anteil ihres Einkommens für energieintensiven Konsum aufwenden.⁸ Inwieweit die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse die aktuelle Konsumerholung vor den negativen Folgen des jüngsten Energiepreisanstiegs abschirmen können, hängt also von der Verteilung der Ersparnisse ab. Sie kann in diesem Zusammenhang ein limitierender Faktor sein.

Abbildung D
Belastung durch energieintensiven Konsum



Quelle: EZB (CES).
Anmerkung: Die Daten sind gewichtet. Die energiebedingte Belastung wird berechnet als Anteil der durchschnittlichen Ausgaben für Verkehr und/oder Versorgungsleistungen am gesamten Nettohaushaltseinkommen im Januar und April 2022.

⁶ Siehe D. Christelis, D. Georganakos, T. Jappelli und G. Kenny, [The Covid-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2507, 2020.
⁷ Auch ein Vergleich der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum mit jenen für die Vereinigten Staaten ab Juli 2021 zeigt, dass im Eurogebiet seit dem Sommer 2021 eher wenig Spielraum für eine solche Belebung besteht. Siehe beispielsweise P. R. Lane, [The euro area outlook and monetary policy](#), Präsentation anlässlich der Konferenz „The ECB and its Watchers XXII“, 17. März 2022.
⁸ Siehe N. Battistini, V. Di Nino, M. Dossche und A. Kolndrekaj, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2021, EZB, April 2022.

Mögliche Auswirkungen höherer Ölpreise auf das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets

Julien Le Roux, Bela Szörfi und Marco Weißler

Der jüngste Anstieg der Energiepreise stellt einen erheblichen Angebotsschock dar, der sich auch auf das Produktionspotenzial der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet auswirken könnte. Auf Basis der in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2022 zugrunde gelegten Annahmen dürften die in US-Dollar gerechneten Ölpreise im Zeitraum von 2022 bis 2024 rund 40 % über dem Stand liegen, der vor der Covid-19-Pandemie von 2017 bis 2019 verzeichnet wurde.¹ In Prozent ausgedrückt ist der seit 2019 zu beobachtende Ölpreisanstieg geringer als zu Zeiten der Ölpreisschocks in den Jahren 1973 und 1979 (siehe Abbildung A).² Zudem war der Ölpreis von 2003 bis 2008 stärker gestiegen, als dies derzeit der Fall ist. Der aktuelle Preisauftrieb bei Öl, der vor allem einen Angebotsschock im Zusammenhang mit Lieferengpässen und dem Krieg in der Ukraine darstellt, ist eher mit den Schocks der 1970er-Jahre als mit jenen der 2000er-Jahre vergleichbar, als die Nachfrage nach Öl ein wichtiger Faktor für die steigenden Preise fossiler Energieträger war.³ Da der gegenwärtige Anstieg der Energie- und insbesondere der Ölpreise auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen ist, könnte er sich auch auf das Produktionspotenzial und die Produktionslücke und damit auf den Inflationsdruck auswirken. Im vorliegenden Kasten werden die Wirkungskanäle beschrieben und die Elastizitäten herangezogen, die auf Basis historischer Daten geschätzt wurden, um Aufschluss über die Risiken zu erhalten, die sich aus der derzeitigen Verteuerung von Energie für das Produktionspotenzial ergeben.

¹ Siehe [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2022.

² Der Preis je Barrel Rohöl der Sorte Brent erhöhte sich 1974 um 168 %, 1979 um 51 % und 1980 um 67 %. Ursächlich für diese Schocks waren politische Ereignisse, die die wichtigsten Ölförderländer betrafen. Weitere Vergleiche finden sich in: The Economist, [Today's oil shock pales in comparison with those of yesteryear](#), 15. März 2022.

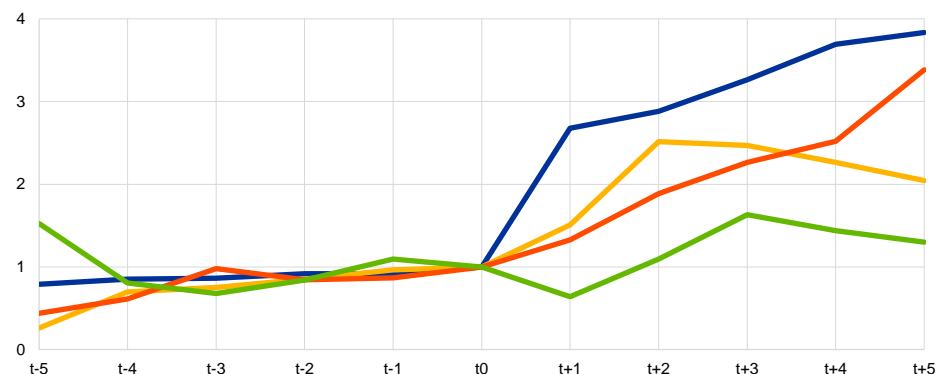
³ Auch bei der jüngsten Ölverteuerung spielen nachfrageseitige Faktoren im Zusammenhang mit der Erholung der Weltwirtschaft nach der Pandemie eine Rolle. Eine Aufschlüsselung angebots- und nachfrageseitiger Faktoren findet sich in: EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Abbildung A

Jährliche relative Veränderung der Rohölpreise in US-Dollar

(Index = 1 im Jahr vor dem Schock)

■ t0 = 1973
■ t0 = 1978
■ t0 = 2003
■ t0 = 2019



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die relative Veränderung des Ölpreises in US-Dollar für den Zeitraum fünf Jahre vor und nach dem jeweiligen exogenen Schock, wobei t0 das Jahr vor dem Anstieg der Ölnotierungen darstellt. Bei dem 2020 eingetretenen Schock wurde der Ölpreis auf der Grundlage der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2022 bestimmt, die auf den am 17. Mai 2022 geltenden Terminpreisen für Öl basieren.

Mit Blick auf die Wirkungskanäle legt die Wirtschaftstheorie nahe, dass dauerhafte Ölpreisveränderungen unter bestimmten Bedingungen negativ mit den einzelnen Bestimmungsfaktoren des Produktionspotenzials korreliert sein können.⁴ Der Kapitalstock wird vor allem durch zwei gegenläufige Effekte

beeinflusst. Einerseits kann der eigentliche Preis für Öl, der als Input in den Produktionsprozess einfließt, als Bestandteil der Kapitalnutzungskosten angesehen werden und Auswirkungen auf die Investitionsentscheidungen haben. Andererseits weist der Ölpreis eine negative Korrelation mit dem Auslastungsgrad des Kapitalstocks und folglich mit der Abschreibungsrate auf. Wenn die Substitutionselastizität zwischen Öl und den anderen Vorleistungen größer eins ist, besteht in beiden Fällen insgesamt ein negativer Zusammenhang zwischen den Ölpreisen und dem vorhandenen Kapitalstock und somit dem Produktionspotenzial. Ein Ölpreisanstieg verringert die totale Faktorproduktivität, da höhere Ölnotierungen zu einer Veralterung ölintensiver Produktionstechnik führen und die Wertschöpfung aus der Produktion daher sinkt. Überdies könnten durch gestiegene Transportkosten aufgrund der Ölverteuerung die Anreize zur Spezialisierung abnehmen, was unter Umständen einen Rückgang des Produktivitätswachstums zur Folge hätte. Die Auswirkungen höherer Energiepreise auf die Entwicklung am Arbeitsmarkt hängen davon ab, inwieweit die Lohnforderungen der Beschäftigten auf den Anstieg reagieren. Preissteigerungen bei Energie führen zunächst zu höheren Kosten und Gewinneinbußen bei den Unternehmen, sofern die Nominallöhne nicht angepasst werden. Um Beschäftigung und Rentabilität wieder auf ihr ursprüngliches Niveau zurückzuführen, ist ein gewisses Zusammenspiel aus niedrigeren Nominallöhnen

⁴ Vorübergehende Ölpreisveränderungen dürften sich im Wesentlichen auf den Konjunkturzyklus und nicht auf das Produktionspotenzial auswirken. Volatile Ölpreise führen zwar im Schnitt nicht zu höheren Preisen, können sich jedoch auf Investitionsentscheidungen und folglich auch auf das Produktionspotenzial auswirken. Siehe A. Estrada und P. Hernández de Cos, Oil prices and their impact on potential output, Occasional Paper der Banco de España, Nr. 0902, 2009.

und höheren Erzeugerpreisen erforderlich. Unabhängig davon besteht die Möglichkeit, dass die Reallöhne und die inflationsneutrale Arbeitslosenquote (NAIRU) – die Arbeitslosenquote, bei der kein Lohn- oder Inflationsdruck entsteht – negativ beeinflusst werden und sich daraus eine dauerhafte Änderung des Arbeitsangebots ergibt.

Allerdings liegen keine eindeutigen empirischen Belege dafür vor, dass von Ölpreisschocks ein dauerhafter Effekt auf das Produktionspotenzial ausgeht.

Während Fuentes und Moder in ihrem Beitrag (2020) zu dem Schluss gelangen, dass sich das von der OPEC 1973 bis 1974 verhängte Ölembargo nur im ersten Jahr nach dem Schock negativ auf das globale Produktionspotenzial auswirkte und dieser Effekt in den Folgejahren rasch wieder umgekehrt werden konnte, kommen einige andere Studien zu dem Ergebnis, dass auch das langfristige Wachstum des realen BIP in geringem Maße in Mitleidenschaft gezogen wurde.⁵ Blanchard und Galí (2008) schlussfolgern für eine Reihe von OECD-Ländern, dass die Bedeutung von Ölpreisschocks als Ursache für wirtschaftliche Schwankungen seit 1970 gesunken ist.⁶ Sie führen dies auf flexiblere Arbeitsmärkte, eine verbesserte Geldpolitik und die Tatsache zurück, dass die untersuchten Volkswirtschaften im Vergleich zu den 1970er-Jahren eine geringere Ölintensität aufweisen. Als der erste Ölpreisschock die Weltwirtschaft im Jahr 1973 traf, war etwa ein Barrel Öl erforderlich, um – in Preisen von 2010 gerechnet – einen BIP-Wert von 1 000 US-Dollar zu generieren. Heute wird weniger als die Hälfte dieser Ölmenge benötigt, um dieselbe Produktionsleistung zu erzeugen.⁷ Für die Euro-Länder wurde wahrscheinlich ein noch stärkerer Rückgang verzeichnet (siehe Abbildung B), da in ihrem Energiemix fossile Energieträger eine wesentlich geringere Rolle spielen.

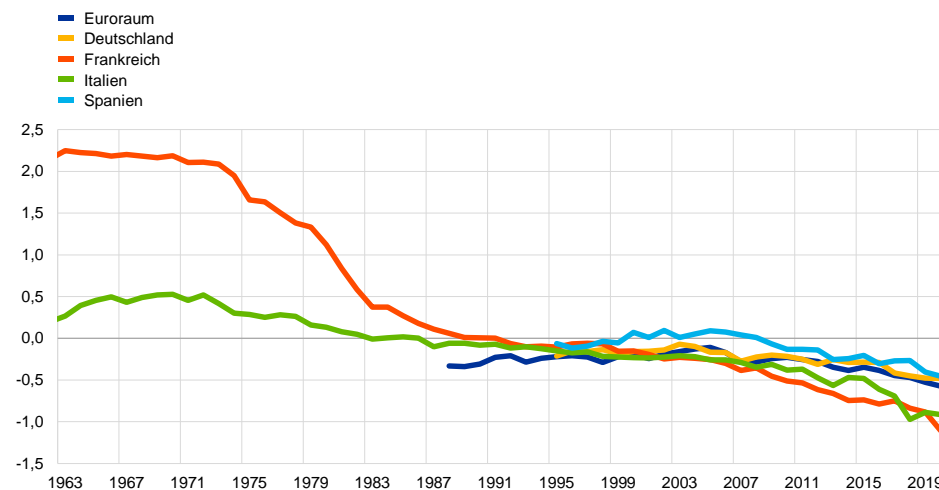
⁵ Siehe EZB, [Die Langzeitfolgen früherer Krisen für die Weltwirtschaft](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021. Zu anderen Studien siehe beispielsweise M. R. Darby, The Importance of Oil Price Changes in the 1970s World Inflation, NBER Chapters in: The International Transmission of Inflation, 1983, S. 232-272; L. Kilian, The Economic Effects of Energy Price Shocks, Journal of Economic Literature, Bd. 46(4), 2008, S. 871-909.

⁶ Siehe O. J. Blanchard und J. Galí, The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?, Working Paper des MIT Department of Economics, Nr. 07-21, 2008.

⁷ Siehe C. Rühl und T. Erker, Oil Intensity: The curious relationship between oil and GDP, M-RCBG Associate Working Paper Series, Nr. 164, Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, 2021.

Abbildung B Nettoeinfuhren fossiler Energieträger

(in Kilogramm je 1 000 € BIP – als Logarithmus dargestellt)



Quellen: Eurostat, Insee, Istat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Nettoeinfuhren von Kohle, Koks, Briketts, Erdöl, Erdölzeugnissen und verwandten Waren sowie von Erdgas bezogen auf das BIP (in Kilogramm je 1 000 € BIP, gerechnet in Preisen von 2010).

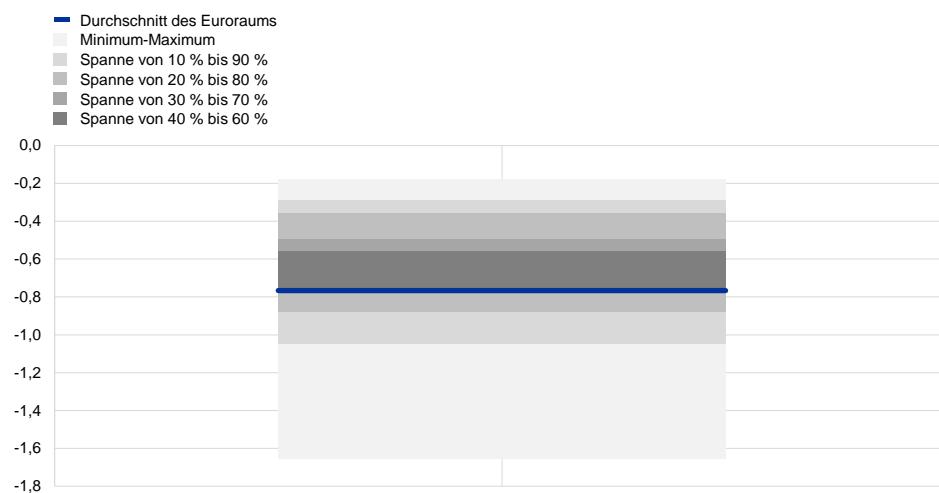
Schätzungen zufolge dürfte das Niveau des Produktionspotenzials im Euroraum angesichts des aktuellen Ölpreisanstiegs in der mittleren Frist rund 0,8 % niedriger sein. Ausgehend von den Elastizitäten, die aus den zur Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems herangezogenen makroökonomischen Modellen abgeleitet wurden, würde ein Anstieg der Ölpreise um 1 % mittelfristig zu einem Rückgang des Produktionspotenzials im Euroraum von rund 0,02 % führen. Legt man einen dauerhaften Ölpreisschock von 40 % zugrunde – was der Abweichung der Ölpreisannahmen in den makroökonomischen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2022 vom Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2020 entspricht –, müsste die Höhe des Produktionspotenzials im Euroraum nach vier Jahren um 0,8 % nach unten korrigiert werden (siehe Abbildung C). Dies stellt einen relativ begrenzten Schock dar, der vor dem Hintergrund des kumulierten Anstiegs des Produktionspotenzials zu sehen ist, welcher nach Schätzungen der Europäischen Kommission in den nächsten vier Jahren um 5,2 % herum schwanken dürfte. Darüber hinaus scheinen diese Berechnungen mit anderen Schätzungen in Einklang zu stehen, da frühere Untersuchungen der EZB darauf hindeuten, dass das BIP auf die weltweite Ölpreisentwicklung langfristig mit einer Elastizität von -0,02 reagiert. Daraus ergibt sich, dass der aktuelle Ölpreisschock einen ähnlichen Effekt auf das BIP in der langen Frist haben dürfte.⁸

⁸ Siehe I. Schnabel, [Reflation, not stagflation](#), Eröffnungsrede zu der von Goldman Sachs organisierten virtuellen Veranstaltung, Frankfurt am Main, 17. November 2021.

Abbildung C

Bandbreite der Auswirkungen der jüngsten Ölpreissteigerungen auf die Höhe des Produktionspotenzials in den Ländern des Euroraums

(Abweichung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Elastizitäten, die aus den zur Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems herangezogenen makroökonomischen Modellen abgeleitet wurden.
Anmerkung: Dieses Szenario basiert auf den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2022 und stellt eine Abweichung von einem kontrafaktischen Szenario dar, in dem der Ölpreis dem Durchschnittswert für die Zeit vom vierten Quartal 2017 bis zum ersten Quartal 2019 entspricht. Rund um den Durchschnitt des Euroraums zeigen die schattierten Bereiche die Dezile der länderspezifischen Auswirkungen des aktuellen Ölpreisschocks auf die Höhe des Produktionspotenzials nach vier Jahren für die 19 Länder des Euroraums.

Diese Analyse ist jedoch vor allem im Hinblick auf die Persistenz des Schocks und die politischen Reaktionen mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Einerseits wird das Ausmaß des Schocks von den Terminpreisen für die Zeit von 2022 bis 2024 bestimmt, die eine hohe Volatilität aufweisen können. Aus diesem Grund ergeben sich unter Umständen sehr unterschiedliche Schätzungen zur Höhe des eingebüßten Produktionspotenzials. Andererseits kann die geldpolitische Reaktion auf den durch einen Ölpreisanstieg ausgelösten Inflationsdruck zum Teil dessen Persistenz abmildern und dessen mittelfristige Auswirkungen auf das Produktionspotenzial reduzieren, indem der gesamtwirtschaftliche Zyklus stabilisiert und die Inflationserwartungen fest verankert werden. Dadurch werden Hysterese-Effekte begrenzt. Überdies herrschen gegenwärtig ganz andere technische und wirtschaftliche Bedingungen als zu Zeiten früherer Ölpreisschocks. Dies bedeutet, dass sich die Produktionstechnologie möglicherweise rascher an veränderte Vorleistungspreise anpasst. Vor allem in den Bereichen Verkehr und Energieverbrauch der privaten Haushalte gibt es gangbare grüne Alternativen, die wesentlich unabhängiger von Öl sind.⁹

⁹ Die Ölverteuerung ging mit einem starken Anstieg der Erdgaspreise einher. Dadurch könnten die negativen Auswirkungen der Ölpreise auf die Konjunktur und das Produktionspotenzial verstärkt werden, denn die Möglichkeiten, Öl durch Gas zu ersetzen, werden durch diesen Umstand de facto deutlich verringert.

5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Johannes Gareis, Friderike Kuik und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 71 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnte. Die Umfrage fand überwiegend im Zeitraum vom 20. bis zum 29. Juni 2022 statt.¹

Den befragten Unternehmen zufolge hat sich die Wirtschaftstätigkeit weiter belebt, wenngleich die Entwicklung sowohl branchenintern als auch branchenübergreifend recht unterschiedlich verlaufen ist. Obwohl sich in einigen Wirtschaftszweigen ein Nachfragerückgang abzeichnet, hat sich die Konjunktur in den letzten Monaten insgesamt besser behauptet als von vielen Beobachtern angesichts der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine und der steigenden Inflation erwartet. In den Sektoren, die von der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen profitiert haben, war die Erholung besonders ausgeprägt. Hier wurden die Erwartungen allgemein übertroffen, wenngleich in einigen Fällen ein Arbeitskräftemangel zu verzeichnen war. Dem Vernehmen nach lagen die Reisebuchungen für das Frühjahr und den Sommer bereits wieder auf dem Vorpandemieniveau oder gar darüber. Die Unternehmen gaben zudem an, dass sich die Konsumnachfrage nach Bekleidung und Accessoires vor dem Hintergrund einer Rückkehr zu normalerem Ausgabenverhalten ebenfalls gut erholt. Dagegen berichteten Nahrungsmittelhersteller und -einzelhändler angesichts der kräftig steigenden Lebensmittelpreise von Änderungen des Konsumverhaltens. So wurden etwa vermehrt Mahlzeiten zu Hause statt auswärts eingenommen und günstigere Produkte stärker präferiert. Auch die Nachfrage nach zahlreichen Haushaltswaren schwächte sich nach Angaben der Unternehmen ab. Darin spiegeln sich ein geringes Verbrauchervertrauen und die erwartete Konsumverschiebung von Gebrauchsgütern zu Dienstleistungen wider. Im Baugewerbe – und hier insbesondere im Wohnimmobiliensektor – zeichnet sich in Anbetracht der steigenden Kosten und Zinsen sowie der erhöhten Unsicherheit eine Verringerung der Nachfrage ab. Nach Ansicht der befragten Unternehmen wird die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe nach wie vor in hohem Maße durch Angebotsengpässe belastet. So wurden große Auftragsrückstände vermeldet, obgleich viele Ansprechpartner auch auf einen Rückgang des Auftragseingangs hinwiesen.

Mit Blick auf die kommende Zeit herrscht nach Angaben der Unternehmen allgemeine Unsicherheit, und es bestehen Bedenken hinsichtlich der Konjunkturaussichten, vor allem über die Sommermonate hinaus. Neben der Eintrübung an den Wohnimmobilienmärkten sprachen die befragten Personen häufig das sehr geringe Verbrauchervertrauen an. Einige von ihnen (insbesondere im

¹ Nähere Informationen zu Art und Zweck dieses Dialogs finden sich in: EZB, [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

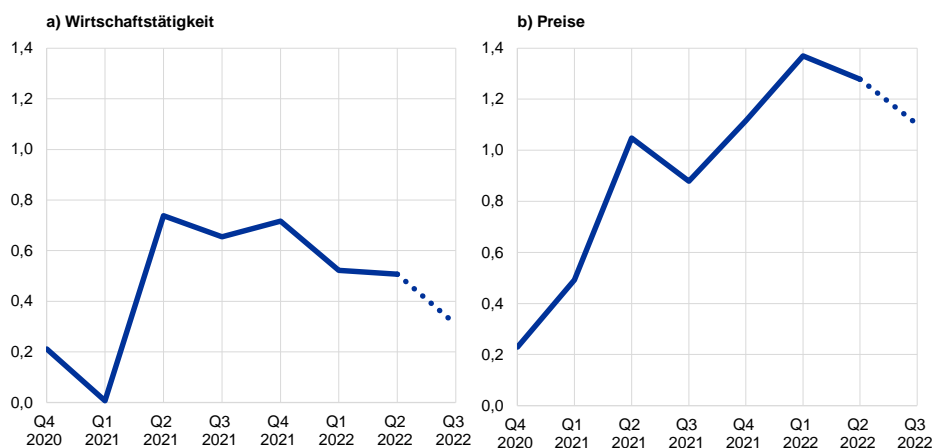
Einzelhandel und in der Konsumgüterbranche) äußerten schon für das dritte Quartal Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten für die Konsumausgaben. Andere konnten zwar in den eigenen Zahlen noch keine Anzeichen für einen Abschwung erkennen, sahen aber durchaus die Möglichkeit einer Rezession im späteren Jahresverlauf. Es wurden auch einige Faktoren genannt, die die Konjunktur in den nächsten Monaten stützen dürften. Hierzu zählen die aufgestaute Nachfrage (z. B. nach Urlaubsreisen), die angesammelten Ersparnisse, ein allmählicher Abbau der Angebotsengpässe, hohe Auftragsbestände und das Bestreben vieler Unternehmen, ihre Lagerbestände aufzustocken. Es wurde jedoch auch angemerkt, dass der finanzielle Spielraum der privaten Haushalte durch die steigenden Preise mit der Zeit immer mehr abnehmen werde. Eine weitere Drosselung der Gaslieferungen würde den Unternehmen zufolge zweifellos ebenfalls Abwärtspotenzial bergen.

Die Ansprechpartner berichteten von einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der jedoch in einigen Ländern und Sektoren aufgrund von Schwierigkeiten, neues Personal zu gewinnen und vorhandenes zu binden, gedämpft wird. Personalagenturen teilten mit, dass die Erholung im Gastgewerbe sowie in der Tourismus- und Unterhaltungsbranche die wichtigste Triebfeder des Beschäftigungsaufbaus sei. Ihren Angaben zufolge hat sich nun, da die Regierungen ihre Covid-19-Testungen zurückgefahren haben, ein Wechsel von befristeten zu unbefristeten Einstellungen vollzogen. Viele Unternehmen berichteten nach wie vor von Problemen, neues Personal zu rekrutieren und vorhandenes zu binden. Dies bezog sich zwar hauptsächlich auf hoch qualifizierte Fachkräfte (vor allem im IT-Bereich), doch wurde in einigen Ländern und Sektoren auch ein Mangel an gering qualifizierten Arbeitskräften festgestellt. Der Zustrom von Flüchtlingen aus der Ukraine wirkt sich nach Ansicht der befragten Unternehmen derzeit nicht nennenswert auf das Arbeitskräfteangebot aus.

Abbildung A

Überblick über die Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit und der Preise

(Durchschnitt der von den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der EZB vergebenen Scorewerte auf einer Skala von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg))



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion und Auftragslage) sowie der Preise im zweiten Quartal 2022 durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung; ein Scorewert von 1 entspricht einem normalen Wachstum. Die gepunktete Linie zeigt die Erwartungen für das kommende Quartal an.

Die befragten Unternehmen gaben erneut an, ihre Verkaufspreise deutlich und/oder häufig angehoben zu haben, da sie über die Wertschöpfungskette hinweg mit einem erheblichen Kostendruck konfrontiert waren. Den größten Anlass zur Sorge bereiteten den meisten Unternehmen die steigenden Energie- und/oder Transportkosten. Doch auch Produktionsmittel wie Materialien und Komponenten haben sich überwiegend weiter verteuert, wobei sich die Rohstoffpreise in letzter Zeit etwas uneinheitlicher entwickelten. An den Energiemärkten werden aufgrund der Unsicherheit über die Gaslieferungen aus Russland hohe Risikoprämien für Gas und Strom eingepreist, und auch die Raffineriemargen haben sich deutlich erhöht.² Viele Unternehmen haben den jüngsten Anstieg der Energiepreise noch nicht weitergegeben, da sie ihn selbst auch erst nach und nach zu spüren bekamen, als die betreffenden Kontrakte ausliefen. Einige Unternehmen zögern, neue langfristige Absicherungsverträge abzuschließen und sich dadurch auf höhere Preise festzulegen, auch wenn ihre Kostenbasis dadurch anfälliger für künftige Energiepreisschwankungen wird. Erleichtert wird die Weitergabe der steigenden Kosten auf die Verkaufspreise nach Aussage der Firmen dadurch, dass nahezu alle Unternehmen ihre Preise zur gleichen Zeit erhöhen. Zudem achten die Kunden – vor allem im verarbeitenden Gewerbe – derzeit eher auf eine gute Verfügbarkeit und schnelle Lieferung als auf den Preis. So ist es vielen Unternehmen gelungen, ihre Margen weitgehend konstant zu halten oder sogar noch auszuweiten. In den verbrauchernahen Sektoren, in denen die Unternehmen

² Die Raffineriemargen sind bei Benzin und vor allem auch bei Dieselmotorkraftstoff gestiegen. Der Druck auf die Raffineriemargen ist auf das Zusammenwirken mehrerer Faktoren zurückzuführen, insbesondere auf die geringere Ausfuhr von Mineralölprodukten aus Russland, aber auch auf eine Abnahme der weltweiten Raffineriekapazitäten (die sich in den früheren Phasen der Pandemie beschleunigt hatte) bei gleichzeitiger Erholung der Nachfrage.

stärker im Wettbewerb stehen, ist dies jedoch nicht ganz so einfach möglich. Indes haben sich auch viele Konsumgüter und Dienstleistungen (Nahrungsmittel, Reisen, Gastgewerbe usw.) stark verteuert, und selbst in Sektoren, in denen die Preise üblicherweise fallen (z. B. Telekommunikation), kam es vielfach zu Preiserhöhungen. Was die weitere Entwicklung betrifft, so rechnen die meisten Gesprächspartner damit, dass sich der Aufwärtstrend der Verkaufspreise im dritten Quartal in ähnlichem Umfang fortsetzen wird. Einige Unternehmen äußerten sich jedoch vorsichtiger, da sie es für denkbar halten, dass sich die Preisdynamik im Zuge einer stockenden Nachfrage insgesamt etwas abschwächen wird.

Die Mehrzahl der befragten Firmen war der Auffassung, dass sich allmählich Lohndruck aufbaut. Allerdings ist die Unsicherheit diesbezüglich hoch, und die Unterschiede von Land zu Land sind groß. Da die Lohnverhandlungen nicht zeitgleich stattfinden, die bestehenden Tarifverträge unterschiedliche Laufzeiten haben und zudem viele Einmaleffekte und Ad-hoc Elemente zum Tragen kommen, lässt sich die Grunddynamik des Lohnwachstums nur schwer quantifizieren. Gleichwohl erwarten rund drei Viertel aller befragten Unternehmen im Zuge der laufenden und anstehenden Tarifverhandlungen für 2023 stärkere Lohnzuwächse als für dieses Jahr. Für 2022 rechnen die meisten Firmen mit Lohnsteigerungen von etwa 2 % bis 4 %. Viele Befragte fanden es allerdings zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwierig, eine quantitative Einschätzung vorzunehmen. Mit Blick auf die bevorstehenden Lohnverhandlungen wurde vielfach die Balance zwischen Langzeitregelungen und einmaligen Elementen als wichtiger Aspekt hervorgehoben. Außerdem fielen die Antworten regional sehr unterschiedlich aus. Dabei wurden in Ländern oder Regionen mit anhaltend hohen Arbeitslosenquoten ein schwächerer Lohndruck und eine geringere Verhandlungsmacht konstatiert.

Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

Nicola Benatti, Renate Dreiskena, Annalisa Ferrando, Juan Ángel García und Carolina Miguel

Im vorliegenden Kasten werden aktuelle Angaben zu den

Verkaufspreiserwartungen von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

analysiert, die im Zuge einer Umfrage erhoben wurden.

Unternehmen sind wichtige Wirtschaftsakteure, die die Inflationsdynamik beeinflussen. Sie treffen zahlreiche Entscheidungen, die sich auf die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse auswirken – angefangen von Tarifabschlüssen über die Preissetzung bis hin zur Festlegung des Investitionsvolumens und Personalbedarfs. Im Vergleich zum Informationsstand über andere Wirtschaftsakteure im Eurogebiet und in vielen anderen Ländern ist jedoch nach wie vor relativ wenig über die Preissetzungsverfahren der Firmen bekannt. Um die Preisgestaltung der Unternehmen im Euroraum zu ergründen, wurden in der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln (SAFE) zusätzliche Fragen zu den vergangenen (letzte zwölf Monate) und den erwarteten (kommende zwölf Monate) Preisänderungen auf Firmenebene gestellt.¹ Darin enthalten waren auch Fragen dazu, welche Bedeutung verschiedene Bestimmungsgrößen der Preiserwartungen in den kommenden zwölf Monaten haben werden. Im vorliegenden Kasten werden die Antworten der befragten Unternehmen dargelegt, und es wird analysiert, welche Eigenschaften der Unternehmen für ein besseres Verständnis der Preiserwartungen relevant sind.

Im Einklang mit der jüngsten Zunahme des Inflationsdrucks gaben die Unternehmen im Euroraum insgesamt an, dass die Verkaufspreise in den

vergangenen zwölf Monaten gestiegen sind. Rund drei Viertel der befragten Firmen teilten mit, dass sich ihre Verkaufspreise „geringfügig“ (46 %) oder „deutlich“ (26 %) erhöht haben. Unterdessen war der Anteil der Unternehmen, deren Preise unverändert geblieben sind, mit 22 % geringer, und nur sehr wenige Firmen berichteten von Preissenkungen (4 %).

Den Unternehmen zufolge wird der Preisauftrieb in der kurzen Frist

voraussichtlich andauern (siehe Abbildung A). Die weitaus meisten Firmen im Eurogebiet gehen davon aus, dass sie ihre Preise auch in nächster Zeit anheben werden (47 % „geringfügig“ und 28 % „deutlich“). Ein kleinerer Teil der Befragten rechnet indessen mit unveränderten (18 %) oder geringfügig sinkenden Preisen (3 %). Die Erwartung insgesamt höherer Verkaufspreise wird von Unternehmen aller Größen geteilt.

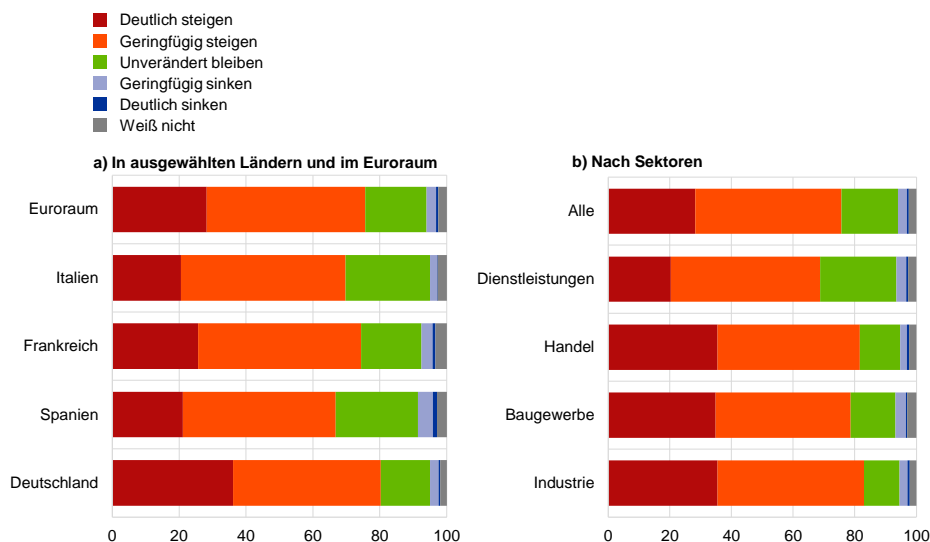
¹ Siehe EZB, [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022](#), Juni 2022 (nur in englischer Sprache verfügbar).

Abbildung A

Erwartete Änderung der Verkaufspreise in den größten Euro-Ländern und im Euroraum sowie nach Sektoren

FA2: Denken Sie mit Blick auf die Märkte, an denen Sie Ihre wichtigsten Waren oder Dienstleistungen verkaufen, dass Ihre Verkaufspreise in den nächsten zwölf Monaten ...?

(Anteil der Befragten in %)



Quelle: EZB (Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022).
Anmerkung: Grundlage sind alle Unternehmen.

Von den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums rechnen die Unternehmen in Deutschland mit einem stärkeren Aufwärtsdruck auf die Preise als jene in den drei anderen Ländern. Mehr als ein Drittel der deutschen Unternehmen erwartet, dass ihre Preise „deutlich“ steigen (36 %), während dieser Anteil in den anderen großen Euro-Ländern zwischen 21 % (Spanien und Italien) und 26 % (Frankreich) liegt. In allen vier Ländern ist die Gruppe der Unternehmen, die von geringfügigen Preissteigerungen ausgehen, am stärksten vertreten (von 44 % in Deutschland bis zu 49 % in Frankreich und Italien). Dagegen rechnet nur etwa ein Viertel der Unternehmen mit unveränderten oder sinkenden Preisen (von 18 % in Deutschland bis zu 30 % in Spanien).

Auf sektoraler Ebene werden höhere Verkaufspreise überwiegend von Unternehmen in der Industrie, im Baugewerbe und im Handel erwartet, während der Dienstleistungssektor mit moderateren Zuwächsen rechnet. Rund 35 % der Unternehmen aus Industrie, Bau und Handel gehen davon aus, dass ihre Preise „deutlich“ steigen, verglichen mit nur 20 % im Dienstleistungsgewerbe. Während 25 % der im Dienstleistungssektor tätigen Firmen angeben, dass sie nicht vorhaben, ihre Preise in den nächsten zwölf Monaten zu erhöhen, ist dieser Anteil in den anderen Branchen wesentlich niedriger. Es ist zwar nicht möglich, die Beziehung zwischen den Preisen der Unternehmen und den wichtigsten HVPI-Teilkomponenten präzise abzubilden, doch weisen die Umfrageergebnisse auf einen stärkeren Preisaufrtrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hin. Der Dienstleistungssektor könnte hingegen dazu beitragen, den allgemeinen Inflationsanstieg zu dämpfen.

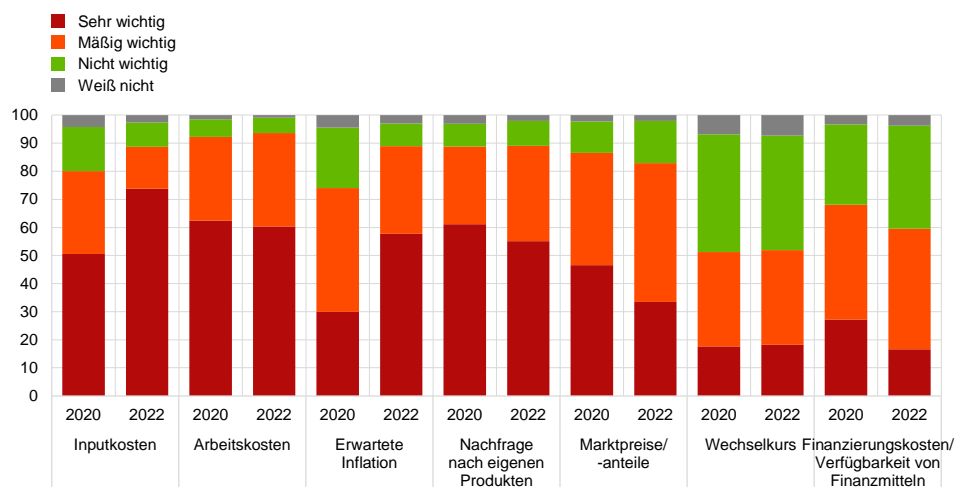
Die Inputkosten (für Material und Arbeitskräfte) und die erwartete Inflation – gefolgt von der Nachfrage nach eigenen Produkten – sind die wesentlichen Gründe dafür, dass die Unternehmen im Euroraum mit höheren Verkaufspreisen rechnen.

Um genauer zu ermitteln, welche Faktoren für die erwarteten Preisänderungen relevant sind, wurden die Unternehmen zusätzlich gebeten, die wichtigsten Bestimmungsgrößen ihrer Verkaufspreiserwartungen für die kommenden zwölf Monate zu nennen (siehe Abbildung B). Im Einklang mit dem beobachteten Anstieg der internationalen Rohstoffpreise sind die Inputkosten die wichtigste Größe, die derzeit die Verkaufspreiserwartungen beeinflusst (von 74 % der Unternehmen als „sehr wichtig“ eingestuft). Danach folgen die Arbeitskosten (60 %), die erwartete Inflation (58 %) und die Nachfrage nach eigenen Produkten (55 %). Im Vergleich dazu spielen Faktoren wie Marktanteile/Preise der Wettbewerber, Wechselkurs und Finanzierungskosten/Verfügbarkeit von Finanzmitteln eine erheblich geringere Rolle.²

Abbildung B
Bestimmungsfaktoren der Verkaufspreise der Unternehmen im Euroraum in den Jahren 2022 und 2020 (vor der Pandemie)

FA3: Wie wichtig werden Ihrer Einschätzung nach die folgenden Faktoren sein, wenn Sie Ihre Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten festlegen oder ändern?

(in % der Befragten)



Quelle: EZB (Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022). Anmerkung: Grundlage sind alle Unternehmen.

Die Bedeutung der Inputkosten und der erwarteten Inflation als Bestimmungsfaktoren für die Verkaufspreiserwartungen hat sich in der

² Eine Probit-Analyse auf Basis von Antworten auf Unternehmensebene bestätigt die relative Bedeutung der verschiedenen Bestimmungsfaktoren für künftige erwartete Verkaufspreissteigerungen. Die Erkenntnisse hängen von sektoralen und länderspezifischen Unterschieden sowie von den Eigenschaften der Firmen (z. B. Größe, Exportorientierung) und ihrer Finanzlage (in der Vergangenheit erfolgte Umsatz- und Gewinnsteigerungen) ab. So zeigt der geschätzte Grenzeffekt approximativ, dass der Anteil der Unternehmen, die ihre Verkaufspreise anheben, um 12 Prozentpunkte steigt, wenn sich die erwartete Inflation um eine Standardabweichung erhöht. Die Entscheidung der Firmen, die künftigen Verkaufspreise anzuheben, wird am stärksten von den Rohstoffpreisen und anderen Versorgungskosten beeinflusst. Diese tragen dazu bei, dass der Anteil der Firmen, die mit Preissteigerungen rechnen, um 25 Prozentpunkte anwächst. Durch höhere Arbeits- und Finanzierungskosten steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Unternehmen ihre Verkaufspreise erhöhen, um moderatere 3 bis 4 Prozentpunkte.

Wahrnehmung der Unternehmen gegenüber 2020 erhöht. Eine vor der Corona-Pandemie (Covid-19) durchgeführte SAFE-Umfrage enthielt ähnliche Fragen zu den Faktoren, die sich auf die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen auswirken. Aus Veränderungen der relativen Bedeutung, die den verschiedenen Faktoren in der aktuellen und der vorangegangenen Umfrage beigemessen wurde, ergeben sich weitere Erkenntnisse für den Anstieg der Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen. Anfang 2020, vor Ausbruch der Pandemie, ging von den Arbeits- und Inputkosten bereits der größte Aufwärtsdruck auf die Verkaufspreise aus. So war der Anteil der Unternehmen, die die Arbeitskosten als relevanten Faktor nannten, in beiden Umfragerunden in etwa gleich hoch (rund 60 % der Firmen gaben „sehr wichtig“ an), während die Inputkosten an Bedeutung hinzugewonnen haben (hier wurde ein Anstieg von 50 % auf 74 % verzeichnet). Die seit 2020 stark anziehende Inflation scheint die Rolle der Inflationserwartungen für die Verkaufspreiserwartungen beeinflusst zu haben. So erhöhte sich der Anteil der Unternehmen, die diesen Faktor für „sehr wichtig“ befanden, von 30 % im Jahr 2020 auf 58 % in der jüngsten Erhebung. Im Gegensatz dazu kommt den Faktoren Nachfrage nach eigenen Produkten und Marktanteile/Preise der Wettbewerber nun eine geringere Bedeutung zu als im Jahr 2020, während der Wechselkurs und die Finanzierungskosten/Verfügbarkeit von Finanzmitteln nach wie vor eine untergeordnete Rolle spielen (von rund 40 % der Firmen als „nicht wichtig“ eingestuft). Diese Tendenzen lassen sich bei allen Unternehmen unabhängig von ihrer Größe in ähnlicher Form beobachten, wenngleich die Inputkosten und die erwartete Inflation für große Unternehmen relevanter zu sein scheinen als für kleine und mittlere Firmen. Das Gegenteil gilt offenbar für die Finanzierungskosten.

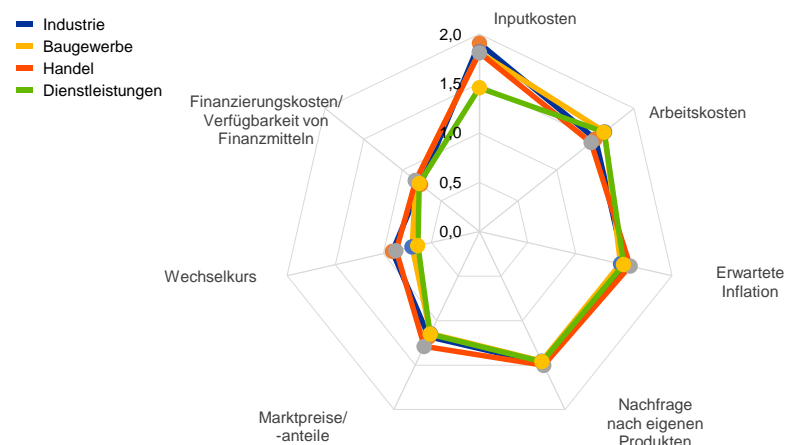
Anhand der gestiegenen Bedeutung der Inputkosten lässt sich veranschaulichen, weshalb die Verkaufspreiserwartungen in der Industrie, im Baugewerbe und im Handel höher sind als im Dienstleistungssektor (siehe Abbildung C). In den erstgenannten Sektoren schreiben die Unternehmen den Inputkosten eine deutlich größere Bedeutung zu als in der Dienstleistungsbranche. Dies unterstreicht, dass die Verteuerung von Rohstoffen und Materialien in den vergangenen Monaten gravierende Folgen für die materialintensiveren Sektoren hatte. Dagegen messen Firmen in eher arbeitsintensiven Sektoren, wie dem Dienstleistungs- oder dem Baugewerbe, den Arbeitskosten eine etwas höhere Bedeutung bei. Die Relevanz der beiden anderen wichtigen Faktoren – der erwarteten Inflation und der Nachfrage nach eigenen Produkten – wird unterdessen in allen Sektoren sehr ähnlich eingestuft.

Abbildung C

Einflussfaktoren der Verkaufspreise nach Sektoren

FA3: Wie wichtig werden Ihrer Einschätzung nach die folgenden Faktoren sein, wenn Sie Ihre Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten festlegen oder ändern?

(Index)



Quelle: EZB (Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022). Anmerkung: Die Abbildung zeigt, welche Bedeutung die Unternehmen den verschiedenen Faktoren, die die Verkaufspreise in den einzelnen Sektoren beeinflussen, auf einer Skala von 0 bis 2 beimessen. Folgende Werte wurden den Antworten zugeordnet: „Nicht wichtig“ = 0; „wichtig“ = 1; „sehr wichtig“ = 2. Grundlage sind alle Unternehmen.

Eine weiterführende granulare Analyse gibt Aufschluss darüber, welche Arten von Unternehmen die erwartete Inflation für die Gestaltung der künftigen Verkaufspreise im Jahr 2022 als besonders wichtig erachteten. Um besser zu verstehen, welche Faktoren der laut Umfrage gewachsenen Bedeutung der Inflationserwartungen zugrunde liegen, werden Unternehmen, die die Inflationserwartungen für „sehr wichtig“ für die Preisbildung hielten (Abbildung B, dunkelrote Balken), mit denen verglichen, die sie für „nicht wichtig“ befanden (Abbildung B, grüne Balken).

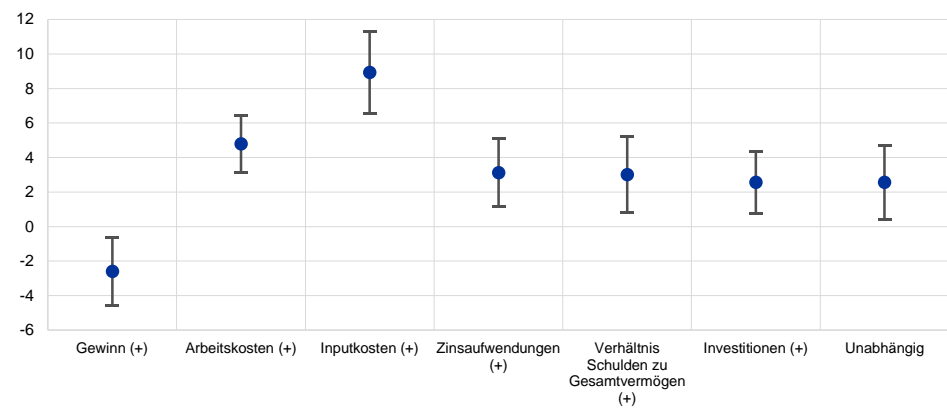
Zu den Unternehmen, die die erwartete Inflation als sehr wichtig für die künftige Verkaufspreisgestaltung erachteten, zählen Familienbetriebe und Firmen, die sich einem Anstieg der Produktionsmittelpreise und der Gesamtverschuldung gegenübersehen. Abbildung D zeigt, welchen Grenzeffekt verschiedene Eigenschaften der Unternehmen – abhängig von Größen-, Sektor- und Länderunterschieden – auf die Wahrscheinlichkeit haben, dass sie die erwartete Inflation als „sehr wichtig“ einschätzen. Unternehmen, die eine Erhöhung der Input- und Arbeitskosten im Zeitraum von Oktober 2021 bis März 2022 meldeten, sahen die erwartete Inflation mit einer 9 bzw. 5 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit als sehr wichtigen Faktor für die künftigen Verkaufspreise an als jene, die nicht von einer Zunahme der genannten Kosten betroffen waren. Dies könnte darauf hinweisen, dass die gestiegene Bedeutung der Input- und Arbeitskosten sowie der erwarteten Inflation möglicherweise nur den Aufwärtsdruck auf die Preise widerspiegelt. Auch Unternehmen, die erhöhte Zinsaufwendungen und Schulden verzeichnet haben, betrachteten die erwartete Inflation tendenziell als einen sehr wichtigen Faktor für die Preissetzung. Allerdings ist die Differenz zu den übrigen Firmen mit 3 Prozentpunkten etwas geringer. Die Analyse zeigt ferner, dass „unabhängige“ Firmen (Familienbetriebe oder Einzelunternehmen) ihre Preisentscheidungen mit

einer 3 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit aus Gründen der erwarteten Inflation revidieren. Firmen, die ihre Anlageinvestitionen in den vorangegangenen sechs Monaten ausgeweitet haben, ziehen die erwartete Inflation ebenfalls eher in Betracht. Dies ist im Fall von ertragsstärkeren Unternehmen weniger wahrscheinlich. Sie verfügen möglicherweise über mehr Spielraum, um die gestiegenen Kosten zu absorbieren und dadurch die Preise konstant zu halten.

Abbildung D

Grenzeffekt von Unternehmenseigenschaften auf die Einschätzung der Unternehmen, dass die erwartete Inflation ein sehr wichtiger Faktor für ihre künftigen Verkaufspreise ist

(durchschnittlicher Grenzeffekt bei Konfidenzintervallen von 95 %; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB (Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022).
 Anmerkung: Durchschnittlicher Grenzeffekt eines Anstiegs der jeweiligen Variable um eine Standardabweichung auf die erwarteten künftigen Verkaufspreise auf Basis von Probit-Regressionen. Die abhängige Variable ist eine Dummy-Variable gleich 1, wenn die Unternehmen die erwartete Inflation als „sehr wichtig“ für die künftige Verkaufspreisgestaltung einstufen, und gleich 0, wenn sie diese als „nicht wichtig“ erachten. Die erklärenden Variablen sind: Größe; Eigentum; Börsennotierung; Exportorientierung; in der Vergangenheit erfolgter Anstieg von Umsatz, Gewinn, Verschuldung, Zinsaufwendungen, Arbeits- und Inputkosten, Investitionen, Betriebskapital sowie Beschäftigtenzahl; positive Einschätzung von Veränderungen der allgemeinen Konjunkturaussichten. Außerdem werden branchen- und länderspezifische Dummy-Variablen verwendet.

Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen

Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier und Philip Muggenthaler

In dem vorliegenden Kasten werden die finanzpolitischen Maßnahmen, die die Regierungen der Euro-Länder als Reaktion auf den Krieg in der Ukraine ergriffen haben, und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einer quantitativen Betrachtung unterzogen. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar 2022 wurden in den Ländern des Euroraums diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen beschlossen, die in erster Linie drei Ziele verfolgen: Abfederung der Folgen des Energiepreisanstiegs, Verstärkung der Verteidigungskapazitäten in den Euro-Ländern und der Ukraine, Bewältigung der Flüchtlingskrise. Einige Euro-Staaten haben zudem die in Form von Garantien gewährten Liquiditätshilfen verlängert. Dies schlägt sich aber grundsätzlich nur im Falle der Inanspruchnahme der Garantien (Eventualverbindlichkeiten) im Finanzierungssaldo dieser Länder nieder.¹ Auch auf EU-Ebene wurden mehrere Hilfsmaßnahmen – die unter anderem direkt an die ukrainische Regierung gerichtet sind – beschlossen. Vor diesem Hintergrund wird hier schwerpunktmäßig auf die finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen mit unmittelbaren Auswirkungen auf den Finanzierungssaldo der Länder des Eurogebiets eingegangen. Des Weiteren werden Schätzungen zu den Effekten angestellt, die die Maßnahmen im Zeitraum 2022-2024 auf Wachstum und Inflation im Eurogebiet haben könnten.

Die kriegsbedingten diskretionären Stützungsmaßnahmen der Finanzpolitik im Euroraum haben 2022 einen Umfang von knapp 1 % des BIP, wie aus dem Basisszenario der Stabsprojektionen des Eurosystems vom Juni hervorgeht.²

Drei Viertel hiervon entfallen auf weitere Maßnahmen, die zum Ausgleich des Energiepreisanstiegs infolge der russischen Invasion in der Ukraine ergriffen wurden (siehe Abbildung A, Grafik a). Dabei ist zu beachten, dass mehrere Euro-Länder bereits vor der Invasion beschlossen hatten, den steigenden Energiepreisen entgegenzuwirken.³ Der verbleibende Teil der kriegsbedingten Unterstützung bezieht sich auf Verteidigung und die Flüchtlingshilfe. Im Zeitraum 2023-2024 dürften die staatlichen Hilfen – insbesondere der energiebezogene Teil – größtenteils wieder auslaufen. Zugleich dürften die Verteidigungsausgaben gegen Ende des

¹ Mehrere Euro-Länder haben eigens Garantieprogramme für vom Krieg betroffene Unternehmen aufgelegt oder diesen Unternehmen die Inanspruchnahme von bislang nicht abgerufenen Beträgen gestattet, die aufgrund der Covid-19-Pandemie im Haushalt angesetzt worden waren.

² Dieser Annahme liegen die bis zum Projektionsstichtag am 24. Mai 2022 ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen zugrunde. Siehe hierzu im Einzelnen EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2022.

³ Die im Jahr 2021 ergriffenen Maßnahmen belaufen sich schätzungsweise auf rund 0,2 % des euroraumweiten BIP. Einige von ihnen wurden bis in das Jahr 2022 hinein verlängert. Zudem wurden zwischen dem 1. Januar und dem 24. Februar 2022 neue Maßnahmen verabschiedet. Im Verbund mit den nach dem 24. Februar 2022 verabschiedeten Maßnahmen (Umfang: rund 0,65 % des euroraumweiten BIP; siehe Abbildung A) beläuft sich die gesamte energiebezogene Unterstützung der Finanzpolitik im Jahr 2022 schätzungsweise auf 0,8 % des BIP.

Projektionszeitraums stärker ansteigen. Den zum Zeitpunkt der Erstellung der Juni-Projektionen vorliegenden Regierungsplänen zufolge wird rund ein Drittel der Stimulierungsmaßnahmen während des gesamten Projektionszeitraums aufrechterhalten. Risiken für das Basisszenario ergeben sich laut den Fachleuten des Eurosystems aus zusätzlichen Fiskalimpulsen, die insbesondere von der Verlängerung der energiebezogenen Ausgleichsmaßnahmen herrühren könnten.⁴

Was die einzelnen Fiskalinstrumente angeht, so betreffen die meisten kriegsbedingten Reaktionen die Ausgabenseite. Die ab 2022 wirksamen Maßnahmen bestehen vornehmlich aus Fiskaltransfers und Subventionen, aber auch aus Senkungen der (energiebezogenen) indirekten Steuern (siehe Abbildung A, Grafik b). Gegenwärtig wird damit gerechnet, dass die staatlichen Hilfsmaßnahmen im Zeitraum 2023-2024 größtenteils aus Investitionsausgaben des Staates und hier vor allem für Verteidigung bestehen werden. Es wird erwartet, dass der Hauptteil durch Schulden finanziert wird. Teilweise ist auch eine Gegenfinanzierung durch Einnahmen aus dem EU-Emissionshandel sowie in relativ begrenztem Umfang durch diskretionäre Maßnahmen vorgesehen.⁵

⁴ Nach dem Stichtag der Juni-Projektionen des Eurosystems haben mehrere Regierungen die Verlängerung bestehender oder Ergreifung neuer Maßnahmen angekündigt, sodass die Basislinie der Stabsprojektionen diese noch nicht widerspiegelt. Weitere Risiken in Form zusätzlicher finanzpolitischer Reaktionen werden in einem Abwärtsszenario zu den wirtschaftlichen Kriegsfolgen betrachtet, wie es beispielsweise **Kasten 3** der Projektionen zu entnehmen ist.

⁵ Hervorzuheben ist hier eine von Italien speziell für den Teilausgleich der energiebezogenen staatlichen Unterstützungsleistungen beschlossene Maßnahme. Es handelt sich um eine Übergewinnsteuer für Energieerzeuger. Erhoben wird eine einmalige Abgabe von 25 % auf den Umsatzanstieg von Oktober 2021 bis Anfang April 2022 gegenüber der vorangegangenen Heizperiode, sofern dieser mehr als 5 Mio € beträgt und sich die Gewinnmarge um mindestens 10 % ausgeweitet hat.

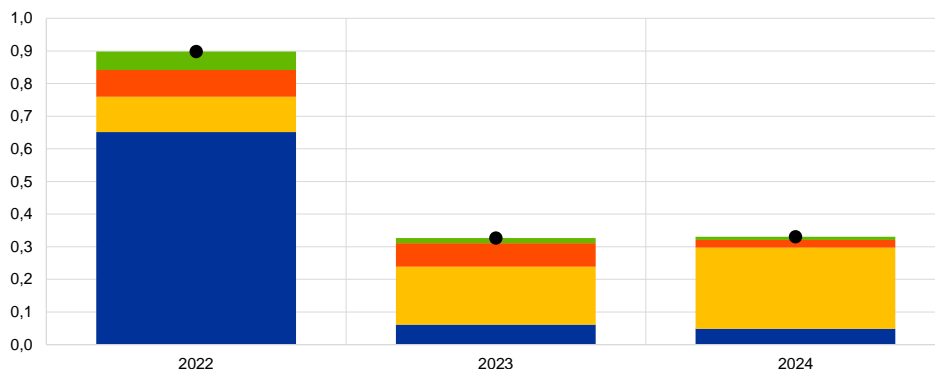
Abbildung A

Finanzpolitische Maßnahmen im Euroraum im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg

(in % des BIP des Euroraums)

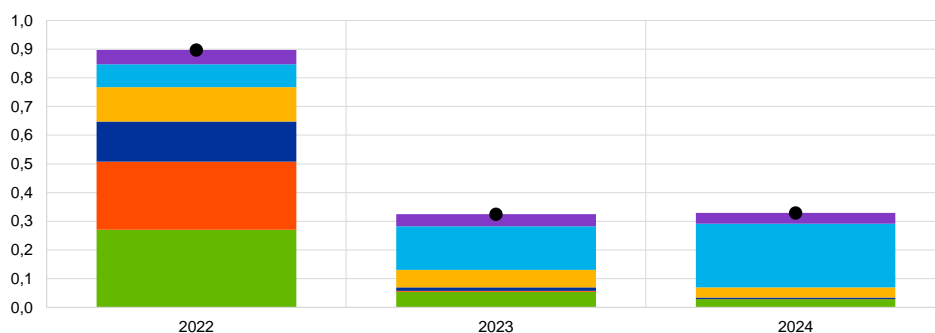
- Diskretionäre finanzielle Unterstützung insgesamt
- Energiebezogene Ausgleichsmaßnahmen
- Zusätzliche Verteidigungsausgaben
- Flüchtlingshilfe
- Sonstige kriegsbedingte Ausgaben

a) Nach Politikbereich



- Insgesamt
- Fiskaltransfers
- Subventionen
- Indirekte Steuern
- Konsumausgaben des Staates
- Investitionsausgaben des Staates
- Direkte Steuern sowie Sozialbeiträge

b) Nach Fiskalinstrument



Quellen: EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2022, sowie EZB-Berechnungen auf der Grundlage der von den Mitgliedern der Working Group on Public Finance (WGPF) des ESZB ausgefüllten Fragebögen.

Anmerkung: Grafik a): „Sonstige kriegsbedingte Ausgaben“ beinhalten weitere direkte Transfers an die Ukraine, den Aufbau strategischer Gasreserven und die Unterstützung von Unternehmen außerhalb der drei gebildeten Hauptkategorien. Grafik b): „Fiskaltransfers“ bestehen vor allem aus Direkthilfen an private Haushalte sowie in geringerem Umfang aus Vermögenstransfers an Unternehmen. „Subventionen“ bezeichnen laufende Zahlungen ohne Gegenleistung von öffentlichen Haushalten an gebietsansässige Produzenten (Unternehmen), die in erster Linie auf die Reduzierung der Energiepreise abzielen. Die finanzpolitischen Maßnahmen werden als jährliche Niveaus der (Ex-ante-) Haushaltsbelastung ausgewiesen. Die kriegsbedingten energiebezogenen Ausgleichsmaßnahmen spiegeln ungefähr die nach dem 24. Februar 2022 beschlossenen Maßnahmen wider. Hier werden sie näherungsweise anhand der geschätzten und gegenüber den EZB-Stabsprojektionen vom März 2022 revidierten Haushaltsbelastungen beziffert.

Die 2022 insgesamt in Kraft befindlichen energiebezogenen Ausgleichsmaßnahmen wurden von den Fachleuten des Eurosystems in vier Kategorien⁶ unterteilt (siehe Abbildung B):

- **Ausgaben- oder Einnahmenseite des Staatshaushalts:** Ausgabenseitige Maßnahmen schlugen 2022 mit knapp 60 % etwas stärker in den Haushalten

⁶ In einigen Fällen gestaltet sich diese Klassifizierung schwierig und beruht dann auf Annahmen.

der Euro-Länder zu Buche.⁷ Sie betreffen zumeist Fiskaltransfers an private Haushalte sowie Subventionen für Unternehmen. Ausgaben dieser Art richten sich entweder nach dem Energieverbrauch oder werden als Pauschalzahlungen an Privathaushalte getätigt. In den Euro-Staaten, in denen die Energiepreise gedeckelt wurden, zahlen die Regierungen Subventionen bzw. Vermögenstransfers an die Energieversorger, oder sie leisten Ausgleichszahlungen für Dienstleistungsentgelte/-gebühren. Auf der Einnahmenseite bestehen die Maßnahmen vor allem aus Senkungen der Energiesteuern (Verbrauchssteuern) für Strom, Erdgas und feste Brennstoffe sowie in geringerem Maße auch aus Mehrwertsteuersenkungen für Energieerzeugnisse.⁸ Darüber hinaus wurden im Eurogebiet auch sonstige energieverbrauchsbezogene Steuern oder Gebühren wie etwa Umweltabgaben oder Netz- und Systemgebühren gesenkt.

- **Empfängerkreis:** Die meisten für 2022 verabschiedeten Fiskalmaßnahmen richten sich an private Haushalte (gut 70 % der gesamten Haushaltswirkung).⁹ Mehrere Länder haben auch ihre Unterstützung für Unternehmen in den am stärksten betroffenen Sektoren verlängert, aber der Effekt auf das öffentliche Budget ist hier eher begrenzt.
- **Steuerung des Einkommens:** Rund 12 % der im Eurogebiet ergriffenen Maßnahmen sind auf Privathaushalte mit niedrigem Einkommen ausgerichtet (d. h., sie enthalten eindeutige bedarfsorientierte Einkommenskriterien). Diese gezielten Hilfen werden in Form von Rabatten, Energiegutscheinen für Strom- und Heizkosten sowie Pauschalzahlungen an einkommensschwache Haushalte geleistet. Rund 54 % aller Maßnahmen werden als nicht zielgerichtete Unterstützungsleistungen für Privathaushalte eingestuft. Die verbleibenden 34 % bestehen aus Transferleistungen an Unternehmen und aus sonstigen Hilfen, die im Allgemeinen an keine bestimmte Einkommenshöhe geknüpft sind.
- **Umweltaspekte:** Gemäß den bis dato verfügbaren Informationen werden schätzungsweise gut 1 % der gesamten Maßnahmen – gemessen an ihrer Auswirkung auf den öffentlichen Finanzierungssaldo – einen direkten Beitrag zum ökologischen Wandel leisten. Rund 53 % der Maßnahmen können als befristete Unterstützung des fossilen Brennstoffverbrauchs eingestuft werden. Die anderen 46 % gelten als umweltneutrale Maßnahmen; hierunter fallen auch solche, die sich derzeit noch nicht exakt zuordnen lassen. Eine abgesenkte Besteuerung und die Subventionierung fossiler Brennstoffe fördern weder die effiziente Energienutzung, noch schaffen sie Anreize für Investitionen in energiesparende Technologien. Einige Länder haben Maßnahmen für den

⁷ In diesem Kasten werden die aggregierten Daten zum Euro-Währungsgebiet betrachtet; auf Länderebene können andere Ergebnisse zu beobachten sein.

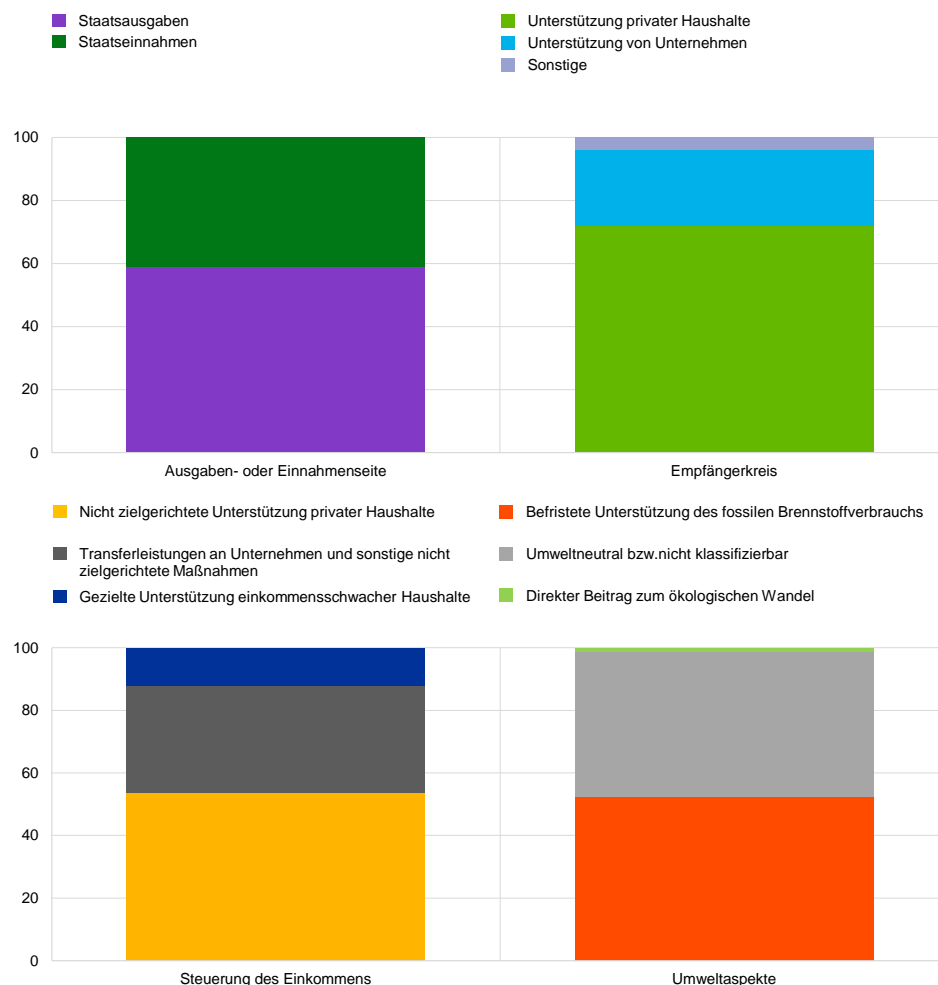
⁸ Die EU-Mitgliedstaaten können ermäßigte Mehrwertsteuersätze auf Energieerzeugnisse erheben, sofern sie die Mindestkriterien der EU-Mehrwertsteuerrichtlinie einhalten ([Richtlinie 2006/112/EG des Rates vom 28. November 2006 über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem](#)) und den Mehrwertsteuerausschuss konsultieren. Die Verbrauchsteuern können von den Mitgliedstaaten bis auf die Höhe der in der geltenden Energiebesteuerungsrichtlinie festgelegten Mindestsätze abgesenkt werden.

⁹ Mehrwertsteuersenkungen werden zumeist als Unterstützungsleistungen für private Haushalte klassifiziert.

ökologischen Wandel ergriffen, indem sie beispielsweise Subventionen für öffentliche Verkehrsmittel und erneuerbare Energiequellen sowie Mehrwertsteuersenkungen im letztgenannten Bereich einführten.

Abbildung B
Gesamte Maßnahmen 2022 zur Abfederung der Folgen des Energiepreisanstiegs – Euroraum

(in % der gesamten Maßnahmen, gemessen an der Haushaltswirkung 2022)



Quellen: EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2022, sowie EZB-Berechnungen, basierend auf den von den Mitgliedern der Working Group on Public Finance (WGPF) ausgefüllten Fragebögen sowie auf Einschätzungen der Fachleute des Eurosystems.

Anmerkung: In der Kategorie „Sonstige“ des Balkens „Empfängerkreis“ werden unter anderem der Aufbau der Gasreserven und die Rekapitalisierung von Staatsunternehmen erfasst. Die Kategorie „Gezielte Unterstützung einkommensschwacher Haushalte“ des Balkens „Steuerung des Einkommens“ bezeichnet Direktmaßnahmen für private Haushalte mit eindeutigen bedarfsorientierten Einkommenskriterien. In der Kategorie „Transferleistungen an Unternehmen und sonstige nicht zielgerichtete Maßnahmen“ beziehen sich rund 5 % der Maßnahmen auf bestimmten Sektoren vorbehaltene Unterstützungsleistungen (z. B. Landwirtschaft und Transport, die im Vergleich zu anderen Sektoren über einen höheren Anteil an Arbeitskräften im Niedriglohnbereich verfügen).

Abgesehen von den Maßnahmen zur Abfederung der Folgen der hohen Energiepreise begegnet die Finanzpolitik im Euroraum dem Ukraine-Krieg vor allem mit erhöhten Ausgaben für Verteidigung und die Flüchtlingshilfe. Der in den aktuellen Stabsprojektionen des Eurosystems enthaltene Anstieg der Verteidigungsausgaben im Eurogebiet spiegelt in erster Linie die von Deutschland angekündigte Aufstockung des Verteidigungshaushalts wider. Zudem beabsichtigen verschiedene andere Euro-Länder einen Ausbau ihrer militärischen Kapazitäten.

Viele Staaten orientieren sich dabei an der Zusage gegenüber der NATO, 2 % ihres BIP für Verteidigungszwecke aufzuwenden. Allerdings haben diesbezüglich nur wenige Länder detaillierte Planungen vorgelegt. Ferner wurden in mehreren Staaten zusätzliche Ausgaben zur Bewältigung der Flüchtlingszuwanderung aus der Ukraine beschlossen; der Anteil dieser Ausgaben an den gesamten Maßnahmen ist in den Ländern Mittel- und Osteuropas höher als in anderen Staaten.

Was die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der kriegsbedingten Fiskalmaßnahmen im Jahr 2022 betrifft, so dürften diese einen positiven Effekt auf das BIP-Wachstum haben und den Inflationsdruck vorübergehend verringern.

Harmonisierte länderspezifische Simulationen auf Basis von Modellen der EZB und des ESZB zeigen, dass die beschriebenen kriegsbedingten Ausgaben in diesem Jahr zu einem Anstieg des BIP-Wachstums um rund 0,4 Prozentpunkte und zu einem Rückgang der HVPI-Inflation um knapp 0,4 Prozentpunkte (vor allem durch eine Dämpfung des Preisauftriebs bei Energie) führen könnten (siehe Abbildung C).¹⁰ Für 2023 wird erwartet, dass die Auswirkungen auf das Wachstum nachlassen und sich der Effekt auf die Inflation weitgehend umkehrt. Im gesamten Projektionszeitraum dürfte der kumulierte Effekt sämtlicher kriegsbedingter Stimulierungsmaßnahmen auf das Gesamtwirtschaftswachstum knapp 0,4 Prozentpunkte betragen. Der geschätzte Effekt auf die Inflation ist mit gut 0,1 Prozentpunkten dagegen begrenzt. Die harmonisierten Simulationen sind mit Unsicherheit behaftet. So hängt die – hauptsächlich über die Energiekomponente erzeugte – Wirkung der Maßnahmen auf die HVPI-Inflation davon ab, inwieweit die Verbraucherpreise durch staatliche Subventionen beeinflusst werden und welche sonstigen Verhaltensreaktionen aufgrund der länderspezifischen Ausgestaltung der Maßnahmen eintreten. Für den Wachstumseffekt ist indes ausschlaggebend, ob die Maßnahmen den Verbrauch kurzfristig stimulieren können. Darüber hinaus wird er insbesondere im Zeitraum 2023-2024 von der tatsächlichen Wirkung der Verteidigungsausgaben abhängen, die gemäß den derzeitigen Erwartungen größtenteils in Form öffentlicher Investitionen erfolgen dürften.¹¹

Sofern künftig weitere staatliche Unterstützung notwendig ist, sollten die finanziellen Mittel effizient eingesetzt werden. Die Maßnahmen zum Ausgleich der hohen Energiepreise müssten zielgenauer auf die anfälligsten Privathaushalte ausgerichtet werden.¹² Darüber hinaus sollten Anreize so gesetzt werden, dass die Nutzung fossiler Brennstoffe und die Abhängigkeit von Energierohstoffen aus

¹⁰ Eine Erörterung weiterer Faktoren, die neben den direkten kriegsbedingten Fiskalmaßnahmen ebenfalls die Energiemärkte bestimmen, findet sich in: EZB, [Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine auf die Energiemärkte im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022. Der Kasten enthält auch vom April 2022 datierende Schätzungen darüber, inwieweit die Besteuerung betreffende finanzpolitische Maßnahmen zu einem Rückgang der HVPI-Inflation für Energie beigetragen haben.

¹¹ Ein Teil der Ausgaben könnte nicht in produktive Investitionen fließen, sondern in Form anderer Fiskalinstrumente wie etwa Entgelten im öffentlichen Sektor realisiert werden. Möglicherweise kommen die Ausgaben auch nicht der heimischen Fertigung von Militärausrüstung zugute; die öffentlichen Investitionen könnten stattdessen für die Beschaffung von Militärausrüstung aus dem Ausland verwendet werden. Der Multiplikator der fiskalischen Maßnahmen wäre dann geringer als in der hier vorgestellten Simulation.

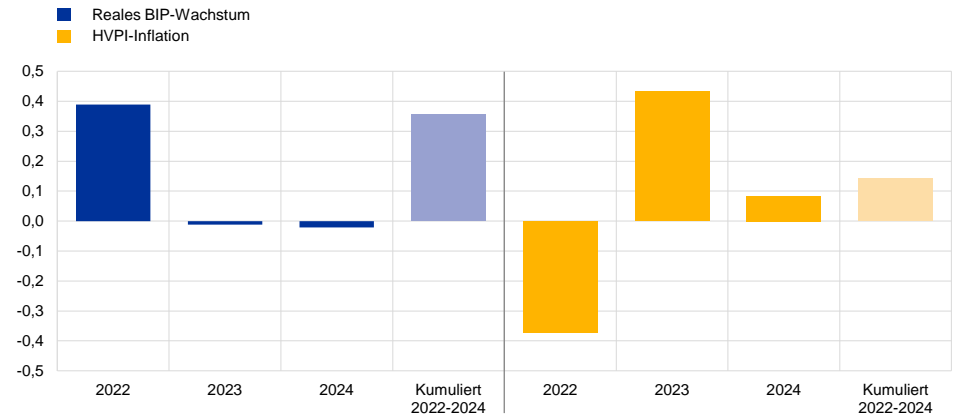
¹² Siehe hierzu die [Empfehlungen](#) der Europäischen Kommission im Kontext des Europäischen Semesters 2022: „Im Sinne einer maximalen Wirksamkeit sollten die Unterstützungsmaßnahmen befristet und auf die schutzbedürftigsten Bevölkerungsgruppen ausgerichtet sein und gleichzeitig die Anreize für einen geringeren Verbrauch fossiler Brennstoffe aufrechterhalten und ihre Auswirkungen auf den Haushalt begrenzen.“

Russland verringert werden, wobei zugleich solide Staatsfinanzen sichergestellt sein müssen.

Abbildung C

Gesamtwirtschaftliche Effekte der fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Hierzu werden Simulationen auf Basis von zwei Ansätzen durchgeführt, die auch bei der Erstellung der Prognosen des Eurosystems regelmäßig zum Einsatz kommen. Es handelt sich um das Mehrländermodell NMCM der EZB und die Basismodellelastizitäten (BMEs), ein auf makroökonomischen Modellen der NZBen basierender Ansatz. Die Simulationen berücksichtigen ausschließlich finanzpolitische Maßnahmen mit direkten Auswirkungen auf den öffentlichen Finanzierungssaldo. Sonstige staatliche (regulatorische) Maßnahmen, deren direkte Kosten vom privaten Sektor getragen werden könnten, bleiben unberücksichtigt.

Aufsätze

1 Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken

Malin Andersson, Claudia Di Stefano, Yiqiao Sun und Francesca Vinci

1 Einleitung

Die Corona-Pandemie (Covid-19) führte zu einem drastischen Rückgang der Unternehmensinvestitionen im Euroraum, dem eine deutliche Erholung folgte.

Mit dem Ausbruch der Pandemie gingen die – im Folgenden auch kurz als „Investitionen“ bezeichneten – Investitionen ohne Bauten (oder Unternehmensinvestitionen) im Eurogebiet stark zurück. Als die Wirtschaftsleistung der Volkswirtschaften im ersten Halbjahr 2020 abrupt einbrach, hatten die Unternehmen Schwierigkeiten, das Betriebskapital im Rahmen ihres operativen Tagesgeschäfts zu decken. Strategische Investitionsziele wurden daher verschoben. Mithilfe der umfangreichen Unterstützung seitens der Geld- und Finanzpolitik, die zudem einen größeren Zusammenbruch verhinderte, haben sich die Investitionen inzwischen weitgehend erholt und wieder nahezu ihr Vorpandemieniveau erreicht.¹ Allerdings stellen Lieferengpässe, steigende Energiekosten und die hohe Unsicherheit Bremsfaktoren für die Investitionen dar. Die Risiken für die Investitionsaussichten sind mit dem Krieg Russlands in der Ukraine gestiegen. Unterdessen hat die Pandemie den Strukturwandel in der Wirtschaft des Euroraums beschleunigt und die Vorteile digitaler und „grüner“ Investitionen verdeutlicht.

Mittelfristig betrachtet erwachsen aus der Digitalisierung und dem ökologischen Umbau der Wirtschaft Chancen, Herausforderungen und Risiken. Angesichts der Bedeutung von Investitionen als Triebfeder des Konjunkturzyklus und Bestimmungsfaktor der Produktionskapazitäten der Wirtschaft ist es wichtig, die Auswirkungen dieses doppelten Transformationsprozesses zu verstehen.² Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Beitrag mit der aktuellen Investitionsdynamik im Euro-Währungsgebiet und untersucht die Triebkräfte des laufenden Transformationsprozesses sowie deren voraussichtliche Folgen für die wirtschaftliche Erholung.

Der Fokus des Aufsatzes liegt auf diesen konjunkturellen und strukturellen Faktoren. Abschnitt 2 beleuchtet die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen zwei Jahre nach Ausbruch der Pandemie im Euroraum. In Abschnitt 3 werden die Chancen, Herausforderungen und Risiken für die Investitionen erörtert, die sich aus

¹ Bereinigt um die statistische Volatilität immaterieller Investitionen in Irland (siehe Kasten 1).

² Siehe EZB, [Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016.

der fortschreitenden Digitalisierung und Ökologisierung der Wirtschaft im Eurogebiet ergeben. In Abschnitt 4 wird ein Fazit gezogen.

2 Unternehmensinvestitionen: Bestandsaufnahme nach dem Pandemieschock

Zwei Jahre nach dem Ausbruch der Pandemie haben sich die Unternehmensinvestitionen wieder weitgehend erholt. Infolge des pandemiebedingten Schocks brachen die Investitionen so stark und so rasant ein wie nie zuvor in der neueren Geschichte. Dank der außerordentlichen politischen Stützungsmaßnahmen und der Tatsache, dass es nur in begrenztem Umfang zu dauerhaften Auswirkungen auf die Finanzmärkte kam, haben sich die Investitionen im Euro-Währungsgebiet jedoch wieder weitgehend erholt (siehe Abbildung 1). Allerdings fiel diese Erholung weniger stark aus als in den Vereinigten Staaten (siehe Kasten 1). Durch die Gewährleistung günstiger Finanzierungsbedingungen und einen erleichterten Kreditzugang für Unternehmen hat die Geldpolitik entscheidend zur Unterstützung der Investitionstätigkeit während der Pandemie beigetragen.³ Die vorliegende Evidenz zeigt, dass die nationale Finanzpolitik während der Krise vor allem den Unternehmen und Sektoren mit dem größten Liquiditätsbedarf bzw. den größten Umsatzeinbußen Hilfe leistete.⁴ Darüber hinaus haben finanzpolitische Maßnahmen (unter anderem Garantien und Liquiditätshilfen) in den vergangenen zwei Jahren Investitionen insbesondere in digitale Technologien und den ökologischen Wandel gefördert.⁵

Gleichwohl scheint die Erholung der Investitionen in jenen Ländern und Anlagekategorien, die stärker von Lieferengpässen und Mobilitätsbeschränkungen betroffen waren, schwächer ausgefallen zu sein.

Dies gilt besonders für Deutschland, das einen Mangel an Mikrochips zu beklagen hat, sowie für den Bereich Fahrzeuge, der von einer gesunkenen Nachfrage nach Flugreisen betroffen ist (siehe Abbildung 1, Grafik a und b). Seit Jahresbeginn 2022 stehen den Investitionen auch steigende Rohstoffpreise und eine zunehmende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine entgegen. Hinzu kommen die sich erneut verschärfenden Lieferprobleme infolge des Krieges und des Wiederaufflammens der Pandemie in Asien.

³ Informationen zur [Antwort der EZB auf die Pandemie](#) finden sich auf der EZB-Website sowie in: A. Ferrando, A. Popov und G. F. Udell, [Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2598, 2021.

⁴ Siehe EZB, [Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; P. Harasztosi et al., [Firm-level policy support during the crisis: So far, so good?](#), Working Papers der Europäischen Investitionsbank, 2022/01, 2022.

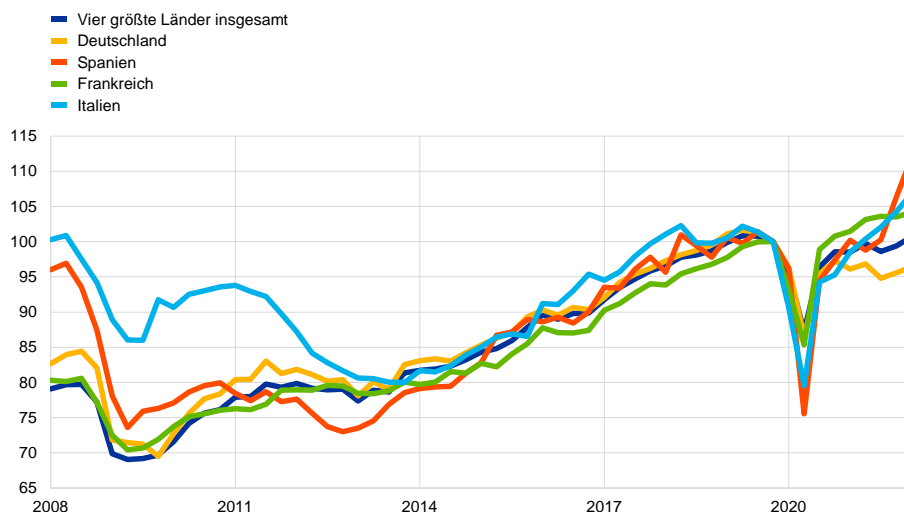
⁵ Siehe EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021; Europäische Investitionsbank, [Latest EIB survey: The state of EU business investment 2021](#), 2. Dezember 2021.

Abbildung 1

Sachinvestitionen ohne Bauten in den vier größten Ländern des Euroraums

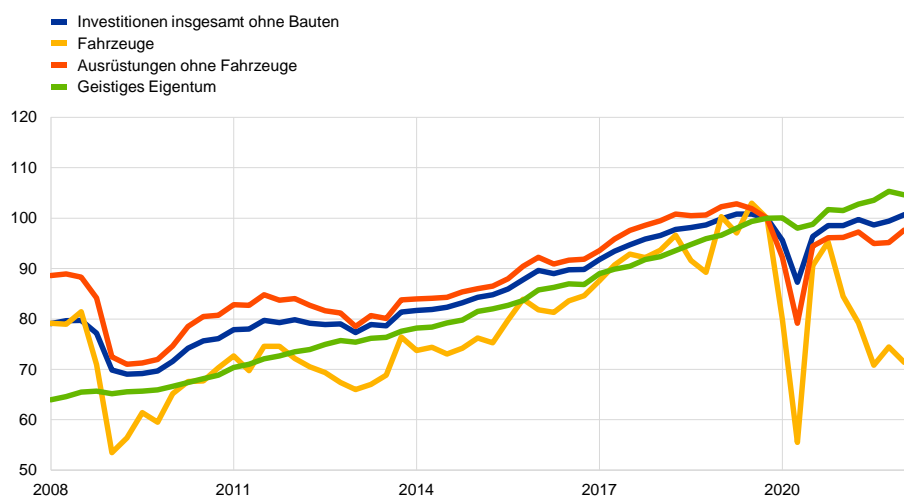
a) Investitionen insgesamt ohne Bauten

(Index: Q4 2019 = 100)



b) Aufschlüsselung nach Anlagekategorien

(Index: Q4 2019 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die erste Datenreihe in Grafik a sowie sämtliche Daten in Grafik b beziehen sich nur auf die vier größten Länder des Euroraums. Grund hierfür ist die hohe Volatilität der Daten für einige andere Euro-Länder im Zusammenhang mit immateriellen Investitionen (siehe hierzu Kasten 1). In Grafik b wurden die deutschen Investitionen in Fahrzeuge ab dem zweiten Quartal 2021 aufgrund fehlender Daten näherungsweise anhand der vierteljährlichen Wachstumsraten des deutschen Fahrzeugbaus berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

Kasten 1

Investitionen ohne Bauten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

Valerie Jarvis

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Investitionen ohne Bauten im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten miteinander verglichen. In den Vereinigten Staaten erholten sich die Investitionen außerhalb des Baugewerbes nach den coronabedingten Lockdowns im Jahr 2020 zügig. Sie übertrafen bereits zum Jahresende 2020 ihr Vorkrisenniveau und haben wieder

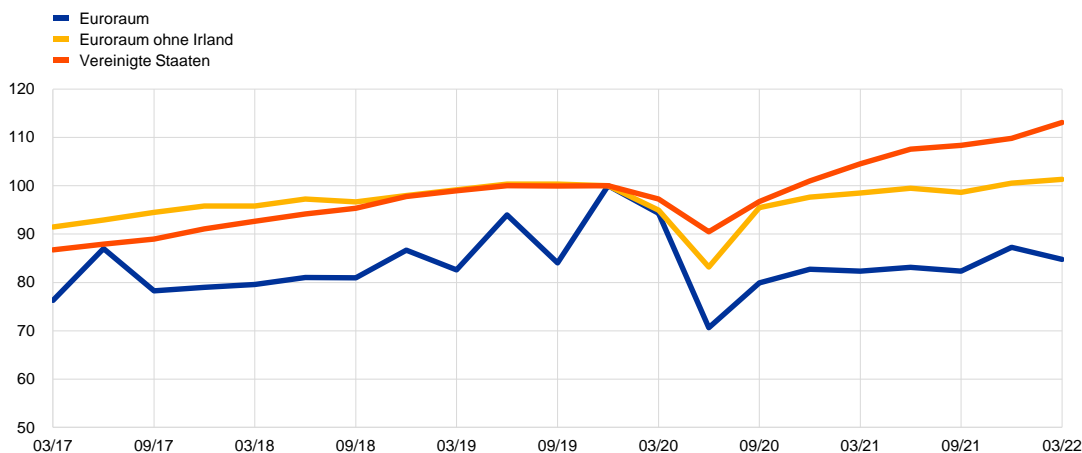
weitgehend ihre vor der Pandemie verzeichnete Zuwachsrate erreicht.⁶ Die aggregierten Daten für den Euroraum lassen dagegen eine erhebliche Differenz gegenüber dem Stand vor der Pandemie erkennen (siehe Abbildung A, Grafik a).

Abbildung A

Sachinvestitionen ohne Bauten

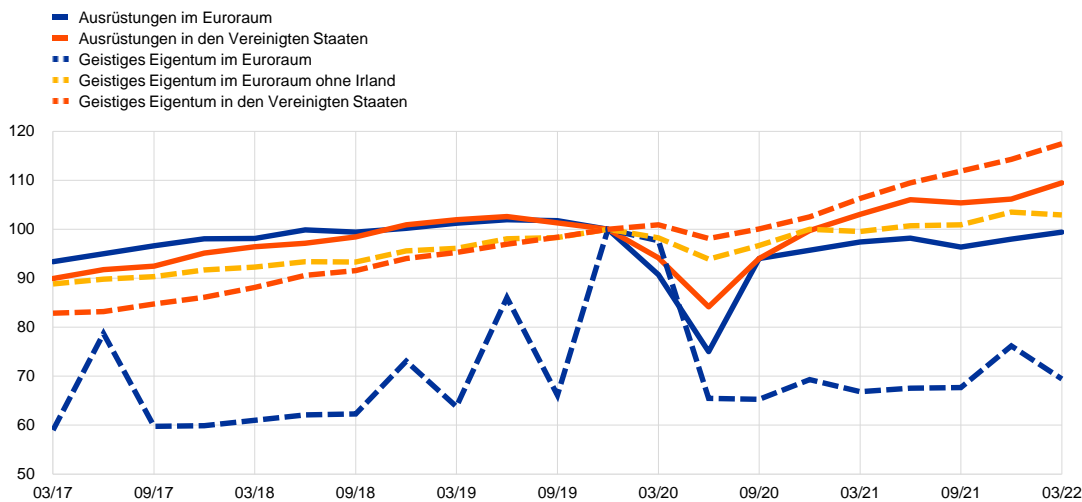
a) Investitionen insgesamt ohne Bauten

(Index: Q4 2019 = 100)



b) Aufschlüsselung

(Index: Q4 2019 = 100)



Quellen: Bureau of Economic Analysis (Haver Analytics), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die US-Daten beziehen sich auf private Investitionen außerhalb des Baugewerbes. Grafik b: Zu „geistigem Eigentum“ (oder immateriellen Vermögenswerten) zählen Software und Datenbanken sowie Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

Für die langsamere Erholung der Investitionstätigkeit im Euroraum gibt es mehrere Gründe. Erstens setzte die Pandemie in Europa etwas früher ein als in den Vereinigten Staaten, und die Lockdown-

⁶ Zudem war auch das Trendwachstum in den Vereinigten Staaten in der Regel etwas höher als im Euroraum. Zwischen dem Tiefpunkt der globalen Finanzkrise und Ende 2019 stiegen die Investitionen (ohne Bauten) in den USA um gut 1,5 % je Quartal, im Eurogebiet hingegen um rund 1,4 % (ohne Irland gerechnet um 0,8 %). Nach der Double-Dip-Rezession 2008-2012 im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich die Investitionen in den USA im Schnitt um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 1,0 % im Euroraum ohne Irland.

Maßnahmen im Frühjahr 2020 waren strenger und langwieriger. Dadurch waren einerseits zwar die gesundheitlichen Folgen weniger gravierend, doch kam es andererseits zu einem größeren Rückgang der Wirtschaftstätigkeit und der Investitionen sowie zu einer stärkeren Beeinträchtigung der Erholung.⁷ Zweitens – und wichtiger noch – wiesen die Investitionen im Eurogebiet ein volatileres Verlaufsmuster auf als in den Vereinigten Staaten. Grund hierfür sind unregelmäßige Zuflüsse an immateriellen Investitionen multinationaler US-Unternehmen, insbesondere in Irland. Der bislang mit Abstand größte Zufluss wurde im Schlussquartal 2019 verzeichnet und führte dazu, dass die Messlatte, an der sich die Berechnung der anschließenden Erholung orientierte, unverhältnismäßig hoch lag.⁸ Bereinigt um dieses Ausgangsniveau (siehe Abbildung A, Grafik a) entspricht die Erholung im Euroraum eher dem Verlaufsprofil in den Vereinigten Staaten, wengleich sie erst Mitte 2021 wieder ihr Vorkrisenniveau erreichte. Diese Entwicklung ist über alle Anlagekategorien hinweg zu beobachten, wobei sich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten sowohl bei Ausrüstungen als auch bei geistigem Eigentum eine Lücke auftut (siehe Abbildung A, Grafik b).

Für die vergleichsweise schnellere Erholung der Investitionstätigkeit in den Vereinigten Staaten lassen sich noch weitere Erklärungen anführen. Die raschere wirtschaftliche Belebung in den Vereinigten Staaten dürfte das Vertrauen in die Stärke der Erholung erhöht und damit den von der Unsicherheit ausgehenden Abwärtsdruck auf die Investitionen im Vergleich zur Lage im Eurogebiet verringert haben. Die höhere Zahl an Entlassungen während der restriktivsten Phase der Pandemie in den USA dürfte ebenfalls dadurch kompensiert worden sein, dass dort mehr investiert wurde als im Euro-Währungsgebiet. Zugleich könnte ein potenziell größerer Anteil an telearbeitsfähigen Arbeitsplätzen in den Vereinigten Staaten dazu beigetragen haben, dass die Investitionen in IT-Ausrüstungen stärker gestiegen sind als im Euroraum.⁹ Einige Investitionen im Eurogebiet wurden in der zweiten Jahreshälfte 2020 und Anfang 2021 möglicherweise auch deshalb aufgeschoben, weil der private Sektor noch auf nähere Einzelheiten zur Ausgestaltung des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ wartete (siehe hierzu Kasten 3).

In den vergangenen zwei Jahren fielen die Investitionen weiterhin niedriger aus als die Unternehmensersparnisse. Der nichtfinanzielle Unternehmenssektor des Euroraums ist seit der Weltfinanzkrise überwiegend als Nettokreditgeber aufgetreten, d. h., die Ersparnisse der Unternehmen waren in den meisten Jahren höher als deren Investitionen (siehe Abbildung 2). Diese Entwicklung ist einer Reihe von Faktoren zuzuschreiben, die die Investitionstätigkeit gebremst und die

⁷ Siehe M. Licchetta, G. Mattozzi, R. Raciborski und R. Willis, [Economic Adjustment in the Euro Area & the United States during the COVID-19 Crisis](#), European Economy Discussion Paper, Nr. 160, Europäische Kommission, 2022. Siehe auch EZB, [Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

⁸ Dieser Maßstab könnte sich auch durch zusätzliche Investitionen vor dem Hintergrund der Befürchtungen eines ungeordneten Brexits erhöht haben. Siehe EZB, [Die Volatilität des britischen Importwachstums seit 2019 und die Rolle der Vorratsinvestitionen](#), Kasten 1, in: [Nach dem Brexit-Referendum: Untersuchung der schwachen Importnachfrage des Vereinigten Königreichs und der Zahlungsbilanzrisiken für das Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2021, April 2021.

⁹ Siehe M. Brussevich, E. Dabla-Norris und S. Khalid, [Who will Bear the Brunt of Lockdown Policies? Evidence from Tele-workability Measures Across Countries](#), Working Paper des IWF, Nr. 2020/088, 2020; J. I. Dingel und B. Neiman, [How many jobs can be done at home?](#), Journal of Public Economics, Bd. 189, 2020.

Ersparnisbildung gefördert haben.¹⁰ So wurden die Investitionen beispielsweise durch strukturelle Verkrustungen an den Güter- und Arbeitsmärkten, Phasen der Bilanzanpassung zum Abbau der hohen Unternehmensverschuldung sowie durch die Ausweitung des Dienstleistungssektors mit daraus resultierenden Umschichtungen von Sachkapital in arbeitsintensive Produktion gedämpft. Ein weiterer Grund ist der seit Langem zu beobachtende Rückgang der Kapitalrenditen, der die Unternehmen zu einer Abkehr von Sachanlagen hin zu Finanzanlagen veranlasst hat.¹¹ Die höhere Ersparnisbildung ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen ihre zur Finanzierung immaterieller Investitionen und geringerer Lagerbestände erforderlichen Liquiditätsreserven aufstockten.¹² Der Finanzierungsüberschuss der Unternehmen nahm während der Pandemie weiter zu und erreichte im Jahr 2021 ein Rekordniveau. Dabei erhöhten die nichtfinanziellen Unternehmen ihre Liquiditäts- und Kapitalpuffer, um besser gegen künftige Schocks gewappnet zu sein.¹³

Zwar sind die Innenfinanzierungsmittel gestiegen, doch ist noch ungewiss, wann sie in Zukunft eingesetzt werden. Gemessen an der Wertschöpfung haben sich sowohl die Innen- als auch die Außenfinanzierung in den letzten Jahren erhöht (siehe Abbildung 2). Die reichlich vorhandene Liquidität sollte die Unternehmensinvestitionen fördern und zur Finanzierung der Digitalisierung, die sich eher auf interne Mittel stützt, sowie grüner Investitionen, die sowohl über Eigen- als auch über Fremdkapital erfolgt, beitragen. In Anbetracht der anhaltend hohen Unsicherheit insbesondere infolge des Krieges in der Ukraine (und seiner potenziellen Auswirkungen auf den künftigen Energiemix oder die Globalisierungskräfte) und der Ungewissheit über den aus der Klimapolitik resultierenden Investitionsbedarf könnten sich die Unternehmen allerdings auch dafür entscheiden, weiterhin vorsorglich zu sparen. Auch das Auslaufen finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen oder zuletzt die hohe Inflation könnten die Firmen zum Vorsichtssparen veranlassen. Weitere Herausforderungen und Risiken für die Investitionsaussichten ergeben sich aus der erwarteten Normalisierung der Finanzierungskosten, der hohen Unternehmensverschuldung und einem zu erwartenden Anstieg der Insolvenzen.¹⁴

¹⁰ Siehe L. Boone und D. Revoltella, [Policy change needed to accelerate investment in structural transformation](#), VoxEU, 6. Dezember 2019.

¹¹ Siehe E. Ruscher und G. Wolff, [Corporate balance-sheet adjustment: New stylised facts and their relevance for the Eurozone](#), VoxEU, 5. März 2012.

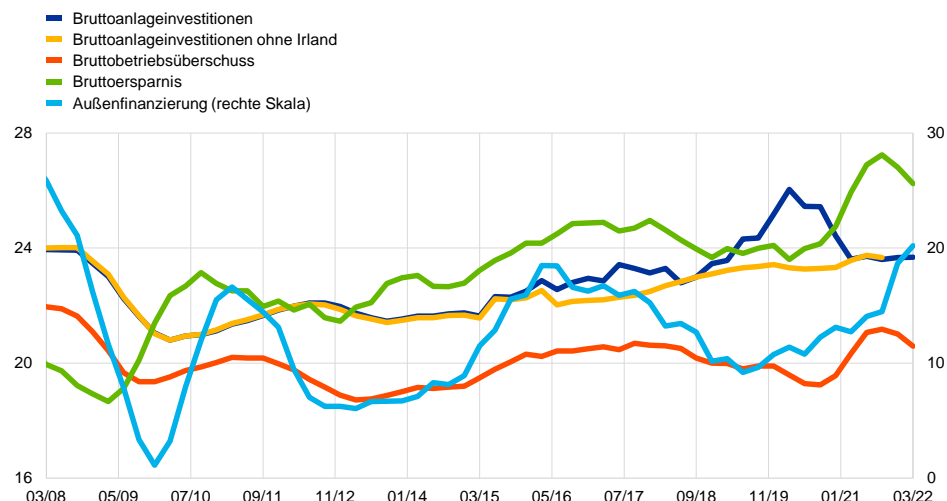
¹² Siehe M. Demary, S. Hasenclever und M. Hüther, [Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run](#), Intereconomics Review of European Economic Policy, Bd. 56, Nr. 1, S. 40-44.

¹³ Siehe EZB, [Sparquoten der Unternehmen während der Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2022, März 2022.

¹⁴ Siehe EZB, [Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 2/2022, März 2022.

Abbildung 2
Nominale Investitionen, Ersparnis und Finanzierung

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte in % der Wertschöpfung)



Quelle: EZB.

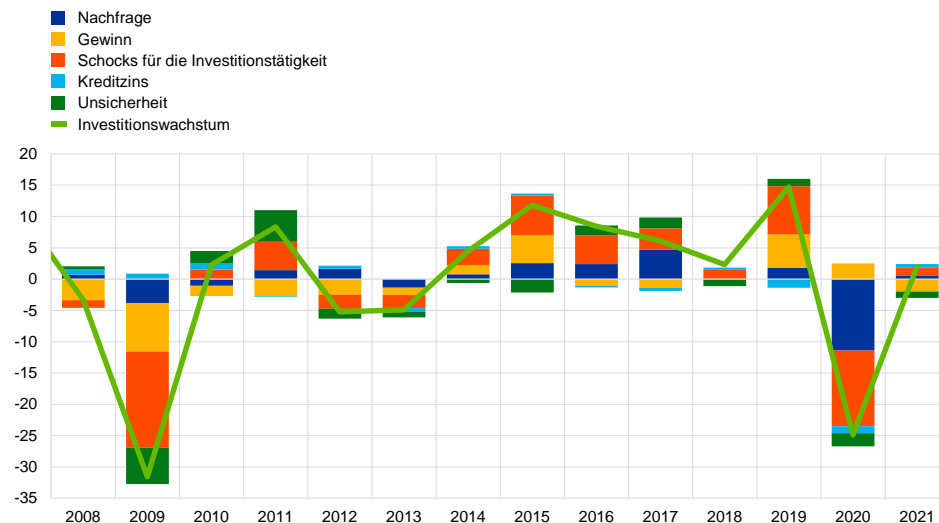
Anmerkung: Die Außenfinanzierung bezeichnet den Nettozugang an finanziellen Verbindlichkeiten insgesamt, einschließlich Buchkrediten von monetären Finanzinstituten (MFIs), Schuldverschreibungen, Anteilsrechten, Buchkrediten von Nicht-MFIs und der übrigen Welt sowie Handelskrediten. Der Bruttobetriebsüberschuss ist als Anteil an der Wertschöpfung minus 20 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 (Bruttoanlageinvestitionen ohne Irland) bzw. das erste Quartal 2022 (übrige Datenreihen).

Die Dynamik der Unternehmensinvestitionen wird wesentlich durch die Binnennachfrage und die Gewinne bestimmt. Aus einem strukturellen vektorautoregressiven Modell (VAR-Modell) geht hervor, dass Schocks, die auf die Binnennachfrage und den Bruttobetriebsüberschuss zurückzuführen sind, seit 2008 die wichtigsten Triebfedern des Investitionswachstums waren (siehe Abbildung 3). Sowohl in früheren Krisen als auch während der Pandemie wurden die Investitionen durch eine schwache Nachfrage sowie durch nachrichtenbasierte Unsicherheit gedämpft. Schätzungen auf Basis von Mikrodaten bestätigen die Relevanz von Nachfrage (Umsatz) und Gewinn (Cashflow), wobei sich die Reagibilität aber je nach finanzieller Solidität, Branche und Größe des Unternehmens unterscheidet (siehe Kasten 2).

Abbildung 3

Aufschlüsselung der Unternehmensinvestitionen nach Bestimmungsfaktoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), 10. März 2016, sowie Europäische Kommission, Eurostat, EZB und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Das strukturelle VAR-Modell basiert auf einer Cholesky-Zerlegung der Schocks. Die Schätzung erfolgt anhand von Quartalswerten für den Zeitraum vom ersten Quartal 2005 bis zum vierten Quartal 2021. Die Ergebnisse werden zu Jahreswerten aggregiert. Die Nachfrage ist definiert als BIP abzüglich Gesamtinvestitionen (gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen); der Gewinn ist definiert als gesamtwirtschaftlicher Bruttobetriebsüberschuss (ebenfalls gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen). Die Investitionen entsprechen den Gesamtinvestitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen (jeweils gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) und ohne staatliche Investitionen (vierteljährlich interpolierte und deflationierte Daten auf Basis der AMECO-Datenbank). Die Unsicherheit wird anhand einer nachrichtenbasierten Messgröße unter Verwendung von zwei Zeitungen pro Land ermittelt. Der Kreditzins entspricht dem annualisierten Zinssatz für Unternehmenskredite ohne revolving-Kredite, Überziehungskredite, unechte und echte Kreditkartenkredite. Siehe WGEM Team on Investment, [Business investment in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 215, 2018, S. 92-93. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2021.

Kasten 2

Welche Rolle spielt der Cashflow für die Unternehmensinvestitionen? Eine Untersuchung auf Basis von Einzelunternehmensdaten

Desislava Rusinova, Lorena Saiz und Jan-Christopher Scherer

Im vorliegenden Kasten werden die Bestimmungsfaktoren für Unternehmensinvestitionen anhand von Daten auf Unternehmensebene untersucht. Ein besonderes Augenmerk liegt dabei auf Unternehmen mit finanziellen Beschränkungen. In der Fachliteratur finden sich Belege dafür, dass finanzielle Faktoren wie Finanzverbindlichkeiten und Cashflow einen maßgeblichen Einfluss auf die Investitionen in Sachanlagen haben. Daneben sind auch andere Merkmale relevant, beispielsweise der Sektor und das Land, in dem die Firmen tätig sind, sowie ihr Umsatzwachstum, ihre erwartete zukünftige Ertragskraft und das Maß an wirtschaftlicher Unsicherheit. Die vorliegende Analyse basiert auf Investitionsgleichungen, in denen diese Determinanten zum Großteil berücksichtigt sind. Die Gleichungen werden anhand von Paneldaten zu Unternehmen in den vier größten Ländern des Euroraums für die Zeit nach der Finanzkrise (2013-2019) geschätzt. Aus den empirischen Ergebnissen geht hervor, dass der Cashflow vor allem für Kleinst- und Kleinunternehmen sowie in

Ländern mit einem größeren Anteil kleiner Firmen (z. B. Spanien und Italien) bei Investitionsentscheidungen eine wichtige Rolle spielt.¹⁵

So hängt die Investitionstätigkeit entscheidend davon ab, inwieweit das betreffende Unternehmen Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln und insbesondere zu Bankkrediten hat bzw. inwieweit es finanziellen Beschränkungen unterliegt. Als Näherungswerte für solche finanziellen Beschränkungen werden der Verschuldungsgrad, die Größe und das Alter des Unternehmens herangezogen. In der Fachliteratur wird eine „Überreagibilität“ der Investitionen gegenüber dem Cashflow häufig als Indiz für die Relevanz finanzieller Beschränkungen gewertet. Hinreichende Liquidität ist im Falle einer Verschärfung der Kreditbedingungen wichtig, denn Firmen mit hoher Verschuldung und geringem Barbestand könnten sich gezwungen sehen, ihre Investitionen zurückzufahren, wenn sie negativen Schocks ausgesetzt sind. Werden anfällige Unternehmen als solche mit hohen Schulden und einem niedrigen Bestand an Barmitteln oder liquiden Vermögenswerten definiert, dann befanden sich vor der Coronakrise im Durchschnitt der vier betrachteten Länder rund 15 % der Unternehmen in einer prekären Finanzlage.¹⁶ Dabei handelte es sich in allen vier Ländern mehrheitlich um Kleinunternehmen. Da kleinere Firmen tendenziell stärker von bankbasierter Außenfinanzierung abhängig sind, signalisieren hohe Verschuldungsquoten sowohl einen hohen Schuldenstand (der den Zugang zu Finanzmitteln potenziell beeinträchtigt) als auch ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko. Versorgungsunternehmen, Firmen im Gastgewerbe und Verkehrsunternehmen sind unter den anfälligen Firmen deutlich überrepräsentiert. Versorgungsunternehmen profitieren zwar von einem stabilen Cashflow, sind aber insgesamt hoch verschuldet, um regelmäßige, potenziell umfangreiche Investitionsausgaben zur Aufrechterhaltung ihrer Infrastrukturen finanzieren zu können. Das Gastgewerbe, das von der Covid-19-Krise mit am stärksten getroffen wurde, war bereits im Jahr 2019 recht zahlreich unter den anfälligen Unternehmen vertreten.

Wird die Reagibilität der Investitionen gegenüber dem Cashflow getrennt nach anfälligen und nicht anfälligen Unternehmen betrachtet, dann zeigt sich, dass sie bei den anfälligen Unternehmen vor der Coronakrise erheblich höher war als bei den nicht anfälligen Firmen (siehe Abbildung A). Folglich dürften unerwartete Veränderungen des operativen Cashflows bei anfälligen Unternehmen zu größeren Anpassungen der Investitionsentscheidungen führen. Da der Anteil anfälliger Unternehmen in einigen der von der Pandemie am stärksten betroffenen Sektoren (z. B. Verkehr und Lagerei, Gastgewerbe und Dienstleistungen des Grundstücks- und Wohnungswesens) auch vorher schon überdurchschnittlich hoch war, dürften die Investitionen in diesen Sektoren besonders stark eingebrochen sein. Basierend auf den beobachteten Cashflow- und Umsatzveränderungen im

¹⁵ Die dynamischen Investitionsgleichungen werden mithilfe einer generalisierten Momentenmethode geschätzt, bei der eine Kontrolle für Verzerrungen aufgrund nicht beobachteter firmenspezifischer Effekte und endogener Erklärungsvariablen erfolgt. Das Modell berücksichtigt Investitionsverzögerungen, Umsatzwachstum, Cashflow sowie fixe Effekte in Bezug auf Zeit, Sektor und Unternehmensgröße. Außerdem fließt eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen Investitionen und Kapitalstock als Fehlerkorrekturterm ein; siehe hierzu S. Bond, J. A. Elston, J. Mairesse und B. Mulkay, [Financial factors and Investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A comparison using company panel data](#), The Review of Economics and Statistics, MIT Press, Bd. 85(1), 2003, S. 153-165.

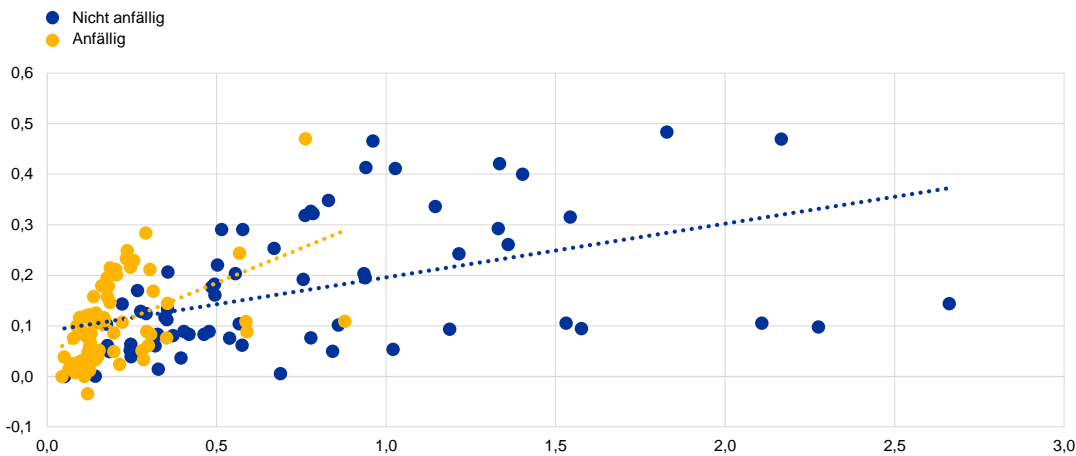
¹⁶ Anfällige Unternehmen sind definiert als Unternehmen, deren Verschuldungsquote (Finanzverbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme) im obersten Terzil und deren Liquiditätskennziffer (Umlaufvermögen abzüglich Umlaufverbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme) im untersten Terzil der jeweiligen Verteilung liegt. Unternehmen mit hohen Verschuldungsquoten, die aber über umfangreiche liquide Vermögensbestände verfügen und hohe Gewinne erwirtschaften, können leichter zusätzliche Schulden aufnehmen, um künftige Investitionsprojekte zu finanzieren. Unternehmen mit einem geringen Bestand an liquiden Vermögenswerten könnten diesbezüglich hingegen Schwierigkeiten haben. Siehe B. Albuquerque, [Corporate debt booms, financial constraints and the investment nexus](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 935, 2021.

Jahr 2020 ist der vorhergesagte Rückgang der Investitionsquote in den Sektoren am größten, die am stärksten von der Pandemie betroffen waren (siehe Abbildung B). Soweit sektorale Daten zu den Bruttoanlageinvestitionen im Jahr 2020 verfügbar sind, bestätigen diese, dass die Investitionen in den meisten dieser Sektoren auch tatsächlich zurückgingen. Vorläufige (aber unvollständige) Mikrodaten für 2020 deuten jedoch darauf hin, dass die Investitionsquote in allen Sektoren im Durchschnitt weniger stark sank als vorhergesagt. Dies legt nahe, dass auch andere Faktoren wie die geld- und finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen zum Tragen kamen.

Abbildung A

Sachanlageinvestitionen und Cashflow anfälliger und nicht anfälliger Unternehmen nach Sektoren

(y-Achse: Sachanlageinvestitionen im Verhältnis zu den Sachanlagen insgesamt; x-Achse: Cashflow im Verhältnis zu den Sachanlagen insgesamt)



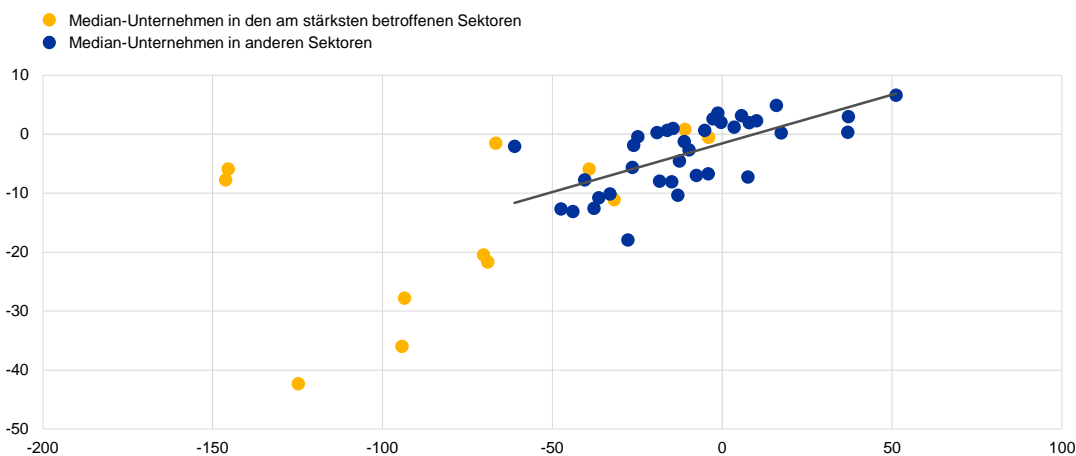
Quellen: Orbis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittlichen Sachanlageinvestitionen und den durchschnittlichen Cashflow (d. h. Gewinn zuzüglich Abschreibungen) von anfälligen und nicht anfälligen Unternehmen aus den verschiedenen Wirtschaftszweigen in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien im Zeitraum von 2012 bis 2019, jeweils skaliert nach den Sachanlagen zum Buchwert. Die sektorale Zuordnung erfolgt mit Ausnahme des Finanzsektors gemäß der NACE-Systematik. Zur Definition anfälliger Unternehmen siehe Fußnote 16. Um den Effekt von Ausreißern zu mindern, werden in den zugrunde liegenden Mikrodaten alle Variablen am 5. und 95. Perzentil winsorisiert.

Abbildung B

Vorhergesagte Veränderung der Investitionsquoten im Jahr 2020

(y-Achse: vorhergesagte Veränderung der Investitionsquote (in Prozentpunkten); x-Achse: Veränderung des Cashflows (in %))



Quellen: Orbis, BACH und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die anhand der beobachteten Cashflow-Veränderungen von 2019 bis 2020 vorhergesagten Veränderungen der Investitionsquoten von Median-Unternehmen in Spanien, Frankreich und Italien sowie in den verschiedenen Wirtschaftszweigen im Jahr 2020. Die sektorale Zuordnung erfolgt mit Ausnahme des Finanzsektors gemäß der NACE-Systematik. Da für das Jahr 2020 keine vollständigen Daten auf Unternehmensebene vorliegen, basieren die Angaben zur Veränderung des Cashflows wie auch des Umsatzwachstums (das ebenfalls in der Investitionsgleichung berücksichtigt ist) auf sektoralen Daten aus der BACH-Datenbank, die keine Angaben zu Deutschland enthält. Die Investitionsquote ist definiert als Veränderung der

Sachanlagen im Verhältnis zu den Sachanlagen und immateriellen Anlagewerten im vorangegangenen Betrachtungszeitraum. Am stärksten betroffen waren die Sektoren Handel, Verkehr und Lagerei, Gastgewerbe sowie Kunst, Unterhaltung und Erholung. Die Regressionslinie basiert auf den Beobachtungen zu Unternehmen in anderen Sektoren (siehe die blauen Punkte). Sie deutet auf einen eindeutigen positiven Zusammenhang zwischen der vorhergesagten Veränderung der Investitionsquote und der Veränderung des Cashflows hin. Bei den Unternehmen in den am stärksten betroffenen Sektoren (siehe die gelben Punkte) war der Rückgang sowohl des Cashflows als auch der prognostizierten Investitionsquote deutlich größer als in den anderen Sektoren.

Die politischen Hilfsmaßnahmen trugen entscheidend dazu bei, die Liquiditätsversorgung sicherzustellen und die Auswirkungen der Pandemie abzufedern, wobei die Unternehmen in unterschiedlichem Maße von dieser Unterstützung profitierten. So spielte die Geldpolitik eine wesentliche Rolle im Hinblick auf die Beibehaltung günstiger Finanzierungsbedingungen und eines kontinuierlichen Kreditflusses. Allerdings reagieren die Investitionsausgaben der einzelnen Firmen aufgrund von finanziellen Beschränkungen womöglich unterschiedlich auf geldpolitische Veränderungen. Die empirische Evidenz ist diesbezüglich nicht eindeutig.¹⁷ Indes scheinen sich die Investitionsentscheidungen anfälliger Unternehmen in Spanien oder Italien eher durch geldpolitische Schocks – approximiert entweder durch die Bankkreditzinsen oder die Veränderung des Dreimonats-EONIA-Swapsatzes – erklären zu lassen, als dies in anderen Ländern der Fall ist.

Kasten 3

Unternehmensinvestitionen und das Aufbauprogramm „Next Generation EU“ – ergänzende oder substituierende Wirkung?

Roberto A. De Santis, Maximilian Freier und Francesca Vinci

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich der erwartete signifikante Anstieg der aus EU-Mitteln finanzierten öffentlichen Investitionen auf die Unternehmensinvestitionen auswirken dürfte. Das Aufbauprogramm „Next Generation EU“ (NGEU) wurde im Zuge der Pandemie geschaffen und soll nicht nur als temporäre Maßnahme zur Stützung des Erholungsprozesses dienen, sondern auch im Einklang mit langfristigen EU-Zielen wie dem ökologischen und digitalen Wandel die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften der EU durch Strukturreformen und Investitionen stärken.¹⁸ Zentraler Bestandteil des Programms ist die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF). Die Unterstützung der EU-Mitgliedstaaten im Rahmen der RRF erfolgt von 2021 bis 2026 über Zuschüsse und Darlehen im Umfang von bis zu 724 Mrd € (zu jeweiligen Preisen). Voraussetzung für die Ausreichung von Mitteln ist unter anderem ihre Verwendung für Investitionsprojekte, die vorab festgelegte Ziele und Etappenziele erfüllen.

Die öffentlichen Investitionen im Euroraum dürften sich durch das NGEU-Programm im Sechsjahreszeitraum bis 2026 um etwa 2,5 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Der größte Anteil der über das Hilfsprogramm bereitgestellten Finanzierung ist für neue Investitionsprojekte („additive Investitionen“) vorgesehen, während ein kleinerer Teil für bereits geplante Projekte („substitutive Investitionen“) zur Verfügung steht (siehe den ersten Balken in Abbildung A). Frühere Studien deuten darauf hin, dass sich die über das Programm finanzierten Investitionen und eingeleiteten Strukturreformen positiv auf die Wirtschaft (z. B. auf das Wachstum, das Produktionspotenzial, die

¹⁷ Siehe beispielsweise P. Ottonello und T. Winberry, [Financial Heterogeneity and the Investment Channel of Monetary Policy](#), *Econometrica*, Bd. 88, Nr. 6, 2020, S. 2473-2502; P. Jeenas, [Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics](#), Working Paper, 2019; A. Lakdawala und T. Moreland, [Monetary Policy and Firm Heterogeneity: The Role of Leverage Since the Financial Crisis](#), Working Paper, 2021.

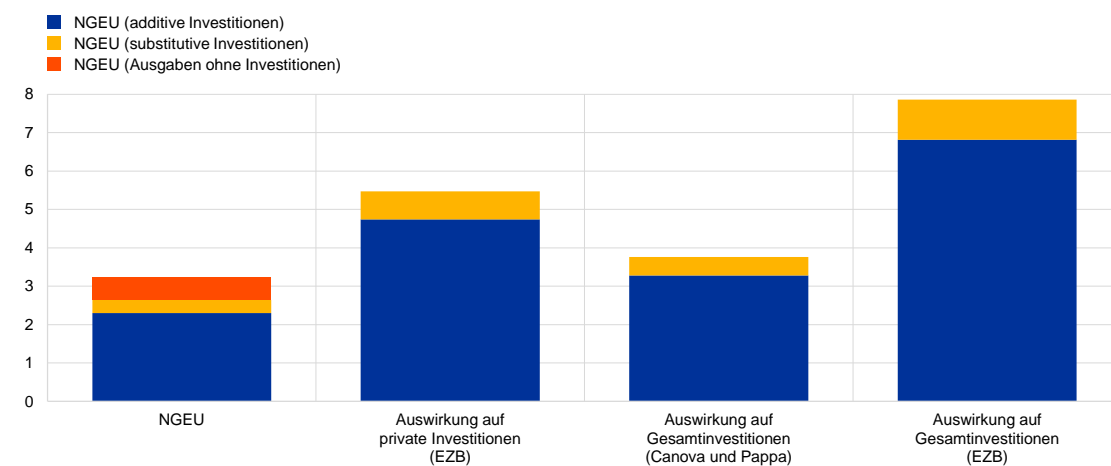
¹⁸ Siehe EZB, [Next Generation EU in der Perspektive des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

länderübergreifende Konvergenz und die öffentlichen Finanzen) auswirken dürften; die Wirkung auf private Investitionen steht indes nicht explizit im Fokus.¹⁹

Abbildung A

NGEU-Mittel und ihr erwarteter kumulierter Effekt auf private Investitionen und Gesamtinvestitionen im Euroraum (2021-2026)

(in Prozentpunkten des BIP des Euroraums)



Quellen: Canova und Pappa (siehe Fußnote 22) sowie EZB-Berechnungen unter Einbeziehung von Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: Die Berechnungen beruhen auf den in Tabelle 1 ausgewiesenen Elastizitäten der Instrumentenvariablen, die auf die erwarteten Mittelflüsse aus dem NGEU-Programm angewendet werden. Die Berechnungen von Canova und Pappa basieren auf ihrem geschätzten Multiplikator der Wirkung von Mitteln aus dem Europäischen Fonds für regionale Entwicklung bei Auszahlung auf die Investitionen. Die meisten Zuschüsse und Darlehen aus dem NGEU-Programm dürften zur Finanzierung neuer finanzpolitischer Maßnahmen im Euroraum („additiv“) verwendet werden, während ein geringerer Teil zur Finanzierung bereits geplanter finanzpolitischer Maßnahmen („substitutiv“) eingesetzt werden dürfte.

Ob sich Veränderungen der öffentlichen Investitionsausgaben positiv oder negativ auf die Unternehmensinvestitionen auswirken, ist in der Literatur nach wie vor umstritten. Unter bestimmten Voraussetzungen könnten öffentliche Investitionen Unternehmensinvestitionen ersetzen: Dies kann entweder direkt erfolgen, indem die private Wirtschaftstätigkeit durch öffentliche Wirtschaftsleistungen ersetzt wird, oder indirekt, indem eine höhere öffentliche Verschuldung zu einem Anstieg der Zinsen und somit der realen Kapitalkosten führt.²⁰ Andererseits könnten öffentliche Investitionen aber auch einen positiven Multiplikatoreffekt auf die Unternehmensinvestitionen ausüben: Dies wäre beispielsweise der Fall, wenn staatliche Infrastrukturinvestitionen das Umfeld für Unternehmensinvestitionen verbessern.²¹

Der potenzielle Effekt der NGEU-Mittel auf die privaten Investitionen lässt sich mithilfe einer Schätzung der historischen Multiplikatoren der Wirkung der europäischen Struktur- und Investitionsfonds (ESIF) auf die privaten Investitionen beurteilen. Zwar unterscheiden sich ESIF und NGEU in einigen Governance-Aspekten (z. B. erfordern RRF-finanzierte Maßnahmen keine Kofinanzierung durch die EU-Mitgliedstaaten), sie haben aber zwei wichtige Gemeinsamkeiten, was

¹⁹ Siehe beispielsweise K. Bańkowski, O. Bouabdallah, J. Domingues Semeano, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquinet, W. Modery, M. Rodríguez-Vives, V. Valenta und N. Zorell, *The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 291, 2022.

²⁰ Siehe W. H. Buiter, *‘Crowding out’ and the effectiveness of fiscal policy*, *Journal of Public Economics*, Bd. 7, Nr. 3, 1977, S. 309-328.

²¹ Siehe D. A. Aschauer, *Is public expenditure productive?*, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 23, Nr. 2, 1989, S. 177-200.

ihre Zielsetzung und ihre Instrumente betrifft.²² Erstens werden mit den Mitteln weitgehend ähnliche Ziele verfolgt, darunter Investitionen in Forschung und Entwicklung, den ökologischen Wandel und sozialen Zusammenhalt. Zweitens wird bei beiden Programmen ein Großteil der Mittel für Investitionen verwendet (bei NGEU sind dies rund 80 % der NGEU-Ausgaben im Euroraum, siehe den ersten Balken in Abbildung A). Daher können die ab Anfang der 1990er-Jahre verfügbaren Daten zu den im Rahmen der ESIF vergebenen Mitteln Aufschluss darüber geben, wie sich solche EU-Mittel auf die privaten Investitionen (bei denen es sich zu rund 70 % um Unternehmensinvestitionen handelt) auswirken. Dies geschieht anhand einer Schätzung des jährlichen Effekts gemessen am BIP im Jahr der Auszahlung ($h=0$) sowie in den Folgejahren ($h>0$).

Den für die ESIF geschätzten historischen Gesetzmäßigkeiten zufolge könnten die durch NGEU-Mittel finanzierten öffentlichen Investitionen mit einem Multiplikator größer eins umfangreiche private Investitionen nach sich ziehen. Sowohl bei Auszahlung als auch im Folgejahr sind die geschätzten Multiplikatoren der ESIF – auf Basis eines Panels aus 28 EU-Mitgliedstaaten über den Zeitraum von 1994 bis 2018 – größer eins (siehe Tabelle A). Das bedeutet, dass ein Euro an ESIF-Mitteln im Zeitverlauf kumuliert zwei Euro an privaten Investitionen mit sich bringt. Der kumulierte Effekt ist somit deutlich positiv. Ähnliche Schlussfolgerungen lassen sich aus einer Studie von Canova und Pappa (siehe Fußnote 22) ziehen, in der alternative ökonometrische Methoden verwendet werden und deren Fokus auf den Gesamtinvestitionen (privat und öffentlich) liegt, wobei der positive Effekt hier geringer ausfällt. Trotz hoher Unsicherheit und möglicher Unterschiede zwischen einzelnen Ländern lassen die Schätzungen den Schluss zu, dass die NGEU-Mittelflüsse von 2021 bis 2026 einen kumulierten Anstieg der privaten Investitionen im Eurogebiet in Höhe von etwa 5 % des euroraumweiten BIP bewirken könnten (siehe Abbildung A).²³ Dieser Schlussfolgerung liegen jedoch eine Reihe von Annahmen zugrunde, unter anderem, dass die NGEU-Pläne zeitnah, effizient und wirksam umgesetzt werden.

Tabelle A

Multiplikatoren der Wirkung der europäischen Struktur- und Investitionsfonds auf die privaten Investitionen

(kumulierter Effekt von 1 Euro an ESIF-Mitteln auf die Ausgaben für private Investitionen in Relation zum BIP im Auszahlungsjahr ($h=0$) und im Folgejahr ($h=1$))

	Private Investitionen		Gesamtinvestitionen	
	$h=0$	$h=1$	$h=0$	$h=1$
ESIF-Multiplikator	1,144***	2,197***	1,619***	3,161***

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzung erfolgt anhand einer linearen Regression der Veränderung der ESIF-Mittel auf die Veränderung der Investitionen (jeweils gemessen am BIP) mit einer Instrumentenvariable, wobei die Veränderung der antizipierten ESIF-Mittel als Instrument herangezogen wird. Dieses wird für eine bestimmte Region als Durchschnitt der ESIF-Auszahlungen in Regionen mit ähnlichen Merkmalen im Ausland konstruiert und anschließend auf nationaler Ebene aggregiert. Die Schätzung kontrolliert für das BIP-Wachstum des Vorjahres, jahres- und länderspezifische fixe Effekte sowie länder- und zeitspezifische fixe Effekte im Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise. Die obersten und untersten 5 % der Beobachtungen sind winsorisiert. Die Stichprobe deckt den Zeitraum von 1994 bis 2018 ab und umfasst die damaligen 28 EU-Mitgliedstaaten. Die Methoden beruhen auf L. Durand und R. A. Espinoza, *The Fiscal Multiplier of European Structural Investment Funds: Aggregate and Sectoral effects with an Application to Slovenia*, Working Paper des IWF, Nr. 2021/118, 2021. *** zeigt eine statistische Signifikanz auf dem Niveau von 1 % an.

Es gibt mehrere potenzielle Wirkungskanäle, über die aus EU-Mitteln finanzierte öffentliche Investitionen die private Investitionstätigkeit stimulieren können. Erstens fließt ein Großteil an EU-Mitteln in die Netzinfrastruktur (Verkehr und Kommunikation). Dadurch können

²² Siehe auch F. Canova und E. Pappa, [What are the likely macroeconomic effects of the EU Recovery plan?](#), Working Paper, 2021; S. Albrizio und J. F. Geli, [An empirical analysis of the determinants that can boost Next Generation EU's effectiveness](#), Economic Bulletin 4/2021, Banco de España, 2021, S. 1-9.

²³ Siehe auch P. Pfeiffer, J. Varga und J. in 't Veld, [Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment](#), European Economy Discussion Paper, Nr. 144, Europäische Kommission, 2021.

Unternehmensinvestitionen in zuvor isolierten ländlichen Gebieten entstehen. Zweitens fließen EU-Mittel häufig in gering entwickelte Wirtschaftssektoren, insbesondere in fortgeschrittene Technologien. Die Renditen in diesen Sektoren können relativ hoch sein und Investoren anziehen. Drittens könnte der ESIF-Multiplikator auch deshalb so hoch sein, weil die Projekte einer nationalen Kofinanzierung – entweder über öffentliche oder private Stellen – bedürfen. Gleichwohl besteht weiterhin Forschungsbedarf, um festzustellen, welche Faktoren für die positive Wirkung von aus EU-Mitteln finanzierten Investitionen auf die private Investitionstätigkeit verantwortlich sind.

3 Chancen und Herausforderungen für Investitionen

Durch die Pandemie sind große Investitionsmöglichkeiten auf dem Gebiet der Digitalisierung und Ökologisierung entstanden. Diese beiden Bereiche zählen zu den obersten Prioritäten der Politik in der EU, und die Mittel aus dem NGEU-Programm sollen diesbezügliche Investitionen fördern (siehe Kasten 3). Um die gesetzten Ziele zu erreichen, sind weitere erhebliche Investitionen nötig. Dabei sind mehrere Herausforderungen und Risiken zu meistern.

Digitalisierung von Investitionen

Nach dem Ausbruch der Pandemie wurde vermehrt in digitale Technologien investiert, wobei vor allem größere Unternehmen sowie Dienstleistungsunternehmen digitale Technologien übernahmen.²⁴

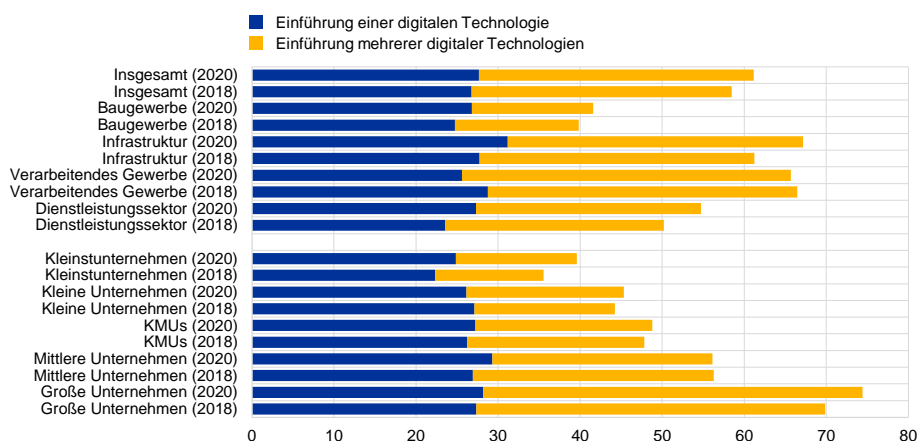
Umfrageergebnisse zeigen, dass die Einführung digitaler Technologien in der EU von 2018 bis 2020 zunahm, und rund die Hälfte der im Februar 2021 in Deutschland befragten Unternehmen gab an, während der Pandemie in irgendeiner Form in digitale Technologien investiert zu haben, während ein Drittel der Auffassung war, dass die Pandemie die Digitalisierung beschleunigt hat (siehe Abbildung 4). Allerdings gibt es große Unterschiede zwischen den Unternehmen und Sektoren. So investierten EU-weit eher große Unternehmen in digitale Technologien, während sich kleine und mittlere Unternehmen größeren finanziellen oder logistischen Hürden gegenübersehen. Mit Blick auf die Sektoren war die Digitalisierung im verarbeitenden Gewerbe zwar hoch, nahm aber während der Pandemie nicht signifikant zu, wohingegen sich im Dienstleistungssektor die Investitionen in digitale Technologien beschleunigten.

²⁴ Siehe M. Ficarra, D. Rückert, A. Virginie und C. Weiss, Digitalisation in Europe 2020-2021 – Evidence from the EIB Investment Survey, Europäische Investitionsbank, Juli 2021. Siehe auch R. Anderton, V. Jarvis, V. Labhard, J. Morgan, F. Petroulakis und V. Lara, [Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 244, 2020.

Abbildung 4
Verbreitung digitaler Technologien während der Pandemie

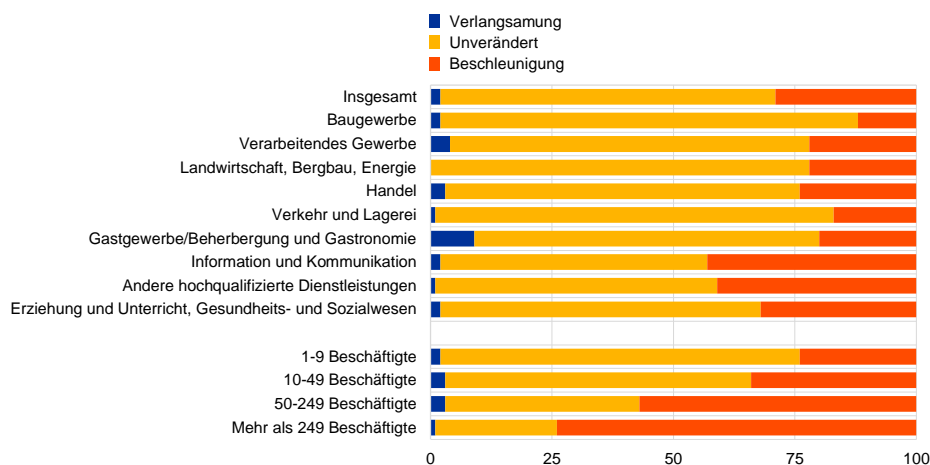
a) EU

(in % der befragten Unternehmen)



b) Deutschland

(in % der befragten Unternehmen)



Quellen: Investitionsumfrage der Europäischen Investitionsbank (Grafik a); Bellmann et al., *The pandemic has boosted firm investments in digital technologies*, VoxEU, 5. August 2021, sowie Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (Grafik b).
 Anmerkung: Die in Grafik a dargestellte Umfrage wurde 2018 und 2020 durchgeführt. Die in Grafik b dargestellten Daten beziehen sich auf die Frage: „Hat sich die Verbreitung digitaler Technologien durch die Pandemie beschleunigt?“. Beantwortet wurde sie von 1 941 Unternehmen in Deutschland, die im Februar 2021 telefonisch befragt wurden. KMUs steht für kleine und mittlere Unternehmen.

Die Digitalisierung und die Forschungs- und Entwicklungstätigkeit im Euroraum haben dazu geführt, dass zunehmend in immaterielle Vermögenswerte investiert wird.

Gemessen am BIP haben die immateriellen Investitionen im Eurogebiet zugenommen (siehe Abbildung 5, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren die Investitionen in Forschung und Entwicklung, darunter Investitionen in technischen Fortschritt sowie Ausgaben für Software und Datenbanken, die die Softwarekomponente digitaler Investitionen darstellen. Den vorläufigen Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für 2020 zufolge ist die Investitionsintensität im Bereich der immateriellen Vermögenswerte gemessen am BIP im Euroraum von 4,1 % im Jahr 2019 auf 4,4 % im Jahr 2020 gestiegen. Die Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte lässt sich auch aus Bilanzdaten börsennotierter Unternehmen mit Sitz im Euro-

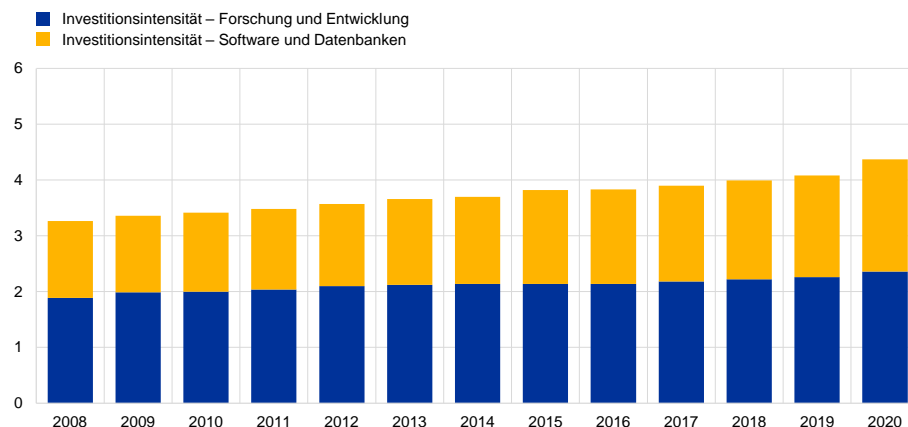
Währungsgebiet ablesen, in denen die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie für firmenspezifische immaterielle Vermögenswerte ausgewiesen werden. Die Definition immaterieller Investitionen ist in den Bilanzdaten weiter gefasst als in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, da sie in Ersteren auch Marketing- und Humankapitalinvestitionen umfassen. Somit sind sie auch Ausdruck davon, wie gut die Unternehmen in der Lage sind, ihre Produkte auf den Markt zu bringen, Kunden zu erreichen und Marktanteile zu gewinnen und zu halten. Die Bilanzdaten zeigen überdies, dass Unternehmen mit Sitz im Euroraum zunehmend in immaterielle Vermögenswerte investieren. So beliefen sich die aggregierten immateriellen Investitionen 2020 auf mehr als 5 % des Umsatzes (siehe Abbildung 5, Grafik b). Dies bestätigt, dass die Pandemie einen relativ geringen negativen Effekt auf die immateriellen Investitionen hatte (siehe Abbildung 1, Grafik b).

Abbildung 5

Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte im Euroraum

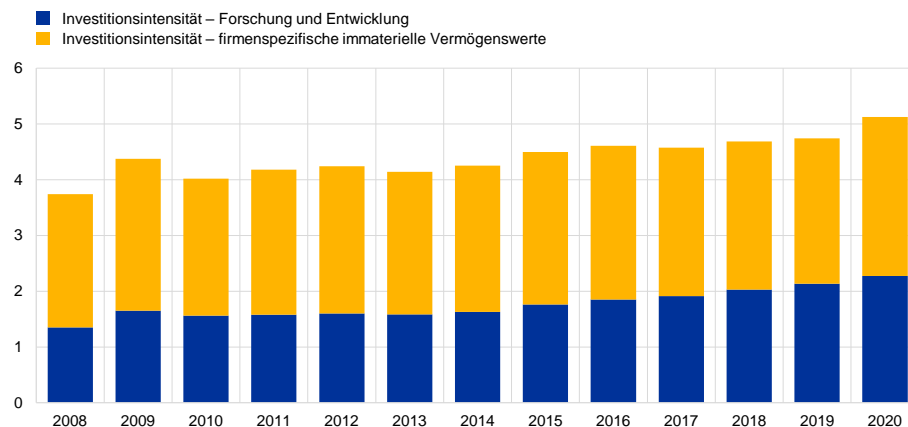
a) Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen

(immaterielle Investitionen in % des BIP)



b) Bilanzdaten der Unternehmen

(immaterielle Investitionen in % des Umsatzes)



Quellen: Eurostat, Standard & Poor's und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte ist in den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen als Anteil der immateriellen Investitionen am BIP definiert. In den Bilanzdaten börsennotierter Unternehmen mit Sitz im Euroraum ist sie als Anteil der gesamten immateriellen Investitionen am Gesamtumsatz definiert. Die Stichprobe zu den Bilanzdaten von Unternehmen enthält keine Daten aus den Bereichen Landwirtschaft und Finanzdienstleistungen (NACE-Kodes A und K). Die firmenspezifischen immateriellen Vermögenswerte sind nach Peters und Taylor definiert als 30 % des Umsatzes, der allgemeinen Aufwendungen und der Verwaltungsaufwendungen.²⁵

Die wachsende Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte und die zunehmende Digitalisierung haben weitreichende Auswirkungen auf die Rahmenbedingungen für Unternehmen.

So kurbeln beispielsweise digitalintensive Unternehmen die Produktivität in ihren Branchen tendenziell an, wobei die produktivitätssteigernde Wirkung digitaler Technologien häufig erst mit einer gewissen Verzögerung vollständig zum Tragen kommt.²⁶ Da die

²⁵ Siehe R. H. Peters und L. A. Taylor, [Intangible capital and the investment-q relation](#), Journal of Financial Economics, Bd. 123(2), 2017, S. 251-272.

²⁶ Ein umfassender Überblick findet sich in: J. Haskel und S. Westlake, *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017. Eine Erörterung der verzögerten Wirkung digitaler Investitionen auf die Unternehmensproduktivität sowie eine Erörterung des „Produktivitätsparadoxons“ allgemein finden sich in: Work stream on productivity, innovation and technological progress, [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268, 2021.

Digitalisierung zudem untrennbar mit dem Steuersystem verbunden ist, könnte die steuerliche Bemessungsgrundlage der Volkswirtschaften, die sich durch eine zunehmende Digitalisierung und Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte auszeichnen, volatiler werden. Wenn es multinationalen Unternehmen möglich ist, ihre immateriellen Vermögenswerte problemlos an einen anderen Standort zu übertragen, könnte dies auch zu volatileren Investitionszyklen führen.²⁷ Bei Unternehmen, die stark in immaterielle Vermögenswerte investieren, könnten zusätzliche Finanzierungsengpässe entstehen, da es sich als schwierig erweisen kann, immaterielle Investitionen als Sicherheiten zu verwenden; daraus erwächst möglicherweise Unsicherheit hinsichtlich der Refinanzierungsfähigkeit dieser Unternehmen.²⁸ Infolgedessen greifen Unternehmen bei der Finanzierung immaterieller Investitionen eher auf einbehaltene Gewinne als auf Bankkredite zurück.²⁹ Eine Volkswirtschaft mit einer höheren Investitionsintensität in Bezug auf immaterielle Vermögenswerte könnte somit weniger stark auf den Kreditkanal der Geldpolitik reagieren.³⁰

Die strukturellen Merkmale des Unternehmenssektors erschweren die Digitalisierung in Europa. Die Einführung digitaler Technologien verläuft in Europa eher schleppend. Gründe hierfür sind der große Anteil kleiner und mittlerer Unternehmen (bei denen die Umstellung auf neue Technologien langsamer erfolgt als bei größeren Unternehmen), die noch ausstehende Vollendung des Binnenmarkts für Dienstleistungen, eine Präferenz für Fremdfinanzierungsmittel (bedingt durch die steuerliche Absetzbarkeit der Zinszahlungen) sowie bis zu einem gewissen Grad Faktoren, die mit Regulierung und Kosten in Zusammenhang stehen.³¹

Ökologisierung von Investitionen

Durch die Notwendigkeit, neue Technologien zu entwickeln, um klimabedingte Risiken zu mindern und sich an sie anzupassen, entstehen neue Investitionsmöglichkeiten.³² Große Unternehmen sehen im Klimawandel nicht nur

²⁷ Siehe R. Crotti, [Does intangible asset intensity increase profit-shifting opportunities of multinationals?](#), Working Paper des Graduate Institute of International and Development Studies, Nr. 02-2021, 2021; S. Avdjiev, M. Everett, P. R. Lane und H. S. Shin, [Tracking the international footprints of global firms](#), BIZ-Quartalsbericht, 11. März 2018; J. Montomès und M.-B. Khder, [The impact of multinationals' transfers on Irish GDP](#), Eco Notepad, Post Nr. 202, Banque de France, 2. März 2021.

²⁸ Siehe A. Coad et al., [Investment expectations by vulnerable European firms – A difference-in-difference approach](#), Working Paper der Europäischen Investitionsbank, 2022/04, 2022.

²⁹ Siehe A. Caggese und A. Pérez-Orive, [How stimulative are low real interest rates for intangible capital?](#), *European Economic Review*, Bd. 142, 103987, 2022.

³⁰ Siehe R. Döttling und L. Ratnovski, [Technological progress reduces the effectiveness of monetary policy](#), *VoxEU*, 19. März 2021.

³¹ Siehe EZB, [Die Auswirkungen der Digitalisierung auf die Wirtschaft: Ergebnisse einer Umfrage unter großen Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2018, November 2018; R. Anderton, V. Jarvis, V. Labhard, J. Morgan, F. Petroulakis und L. Vivian, [Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 244, 2020; OECD, [The Digital Transformation of SMEs](#), Policy Highlights, 2021.

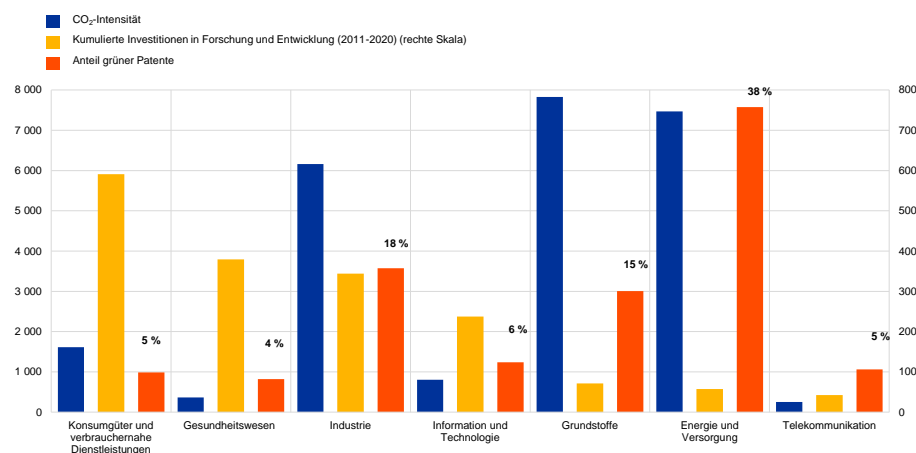
³² Nicht nur der Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, sondern auch physische Risiken wie Naturkatastrophen wirken sich auf die Investitionen aus, und zwar indem sie Kapital zerstören und neue Investitionen auslösen (was hier allerdings nicht weiter erörtert wird). Siehe hierzu auch S. Hallegatte und V. Przulski, [The economics of natural disasters](#), CESifo Forum, Bd. 11, Nr. 2, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, 2010, S. 14-24.

Risiken, sondern auch Chancen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn sie eine führende Rolle beim ökologischen Wandel einnehmen wollen oder umweltfreundliche Technologien oder IT- und Beratungsdienstleistungen entwickeln, die anderen Firmen beim Transformationsprozess helfen. Dies geht aus den Ergebnissen einer kürzlich von der EZB durchgeführten Unternehmensumfrage hervor.³³ Demnach haben die Unternehmen ihre Investitionen zur Begrenzung der Klimarisiken, zur Gewährleistung der Einhaltung von Klimaschutzmaßnahmen und zur Minimierung von Störungen infolge potenzieller Naturkatastrophen bereits erhöht.

Grüne Innovationen – gemessen an den Patenten im Zusammenhang mit Technologien zur Begrenzung des Klimawandels und zur Anpassung an den Klimawandel im Verhältnis zur Gesamtzahl der Patente – haben in einigen Sektoren merklich zugenommen. Von den im Zeitraum von 2016 bis 2018 angemeldeten Patenten in Sektoren, die die Umwelt am stärksten belasten (z. B. Grundstoffe, Energie oder andere Industrieerzeugnisse) entfiel der größte Teil auf grüne Patente, was darauf schließen lässt, dass die Unternehmen einen erheblichen Teil ihrer Ausgaben für Forschung und Entwicklung in umweltfreundliche Technologien investierten (siehe Abbildung 6). Es ist davon auszugehen, dass die Verbreitung patentierter Technologien in der gesamten Volkswirtschaft weitere grüne Investitionen mit sich bringen wird.

Abbildung 6
Kumulierte Investitionen in Forschung und Entwicklung und grüne Innovationen nach Sektoren der Haupttätigkeit der Unternehmen

(linke Skala: CO₂-Äquivalent/Mio USD in Tonnen; rechte Skala: in Mrd €)



Quellen: EU Industrial R&D Investment Scoreboard der Europäischen Kommission (Investitionen in Forschung und Entwicklung), EC-JRC/OECD COR&DIP© database v.3 (Patente), Urgentem (CO₂-Emissionen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die CO₂-Intensität bezieht sich auf das Verhältnis der CO₂-Emissionen zu den Umsatzerlösen; dargestellt sind die sektoralen Durchschnittswerte für das Jahr 2020. Die kumulierten Investitionen in Forschung und Entwicklung ergeben sich aus der Summe der (nominalen) Investitionen in Forschung und Entwicklung der 500 Unternehmen, die am stärksten in diesen Bereich investierten (bezogen auf die 27 EU-Länder zuzüglich des Vereinigten Königreichs im Zeitraum von 2011 bis 2020). Der Beobachtungszeitraum beginnt 2011, da in diesem Jahr die Sektordefinitionen in der Industry Classification Benchmark (von FTSE Russell) geändert wurden. Die Sektoren der Haupttätigkeit der Unternehmen beruhen auf der Industry Classification Benchmark. Als grüne Patente werden Patente im Zusammenhang mit Technologien zur Begrenzung des Klimawandels und zur Anpassung an den Klimawandel definiert. Grüne Innovationen beziehen sich auf den Anteil grüner Patente, die von den 462 größten Investoren in Forschung und Entwicklung im Zeitraum von 2016 bis 2018 angemeldet wurden.

³³ Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Klimawandels auf Aktivität und Preise – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Investitionen in emissionsfreie Energieträger stellen die wichtigste Säule des ökologischen Wandels dar und hängen entscheidend von der Verfügbarkeit umweltfreundlicher Technologien für die Energieerzeugung ab. Die

Investitionen in die Energiewende nehmen bei allen Technologien zu und beliefen sich im Jahr 2021 im Euroraum auf rund 110 Mrd €. ³⁴ Ihr Anteil an den Gesamtinvestitionen ist damit immer noch gering (siehe Abbildung 7). Im Pandemiezeitraum haben grüne Investitionen in der EU zwar an Fahrt gewonnen. Um aber das EU-Ziel der Klimaneutralität bis 2050 zu erreichen, wären zusätzliche Investitionen in Höhe von 90 Mrd € bis 100 Mrd € pro Jahr erforderlich. ³⁵ Der Investitionsbedarf ist bei einem Policy-Mix aus CO₂-Bepreisung, -Verboten und -Regelungen sowie grünen Subventionen höher als bei einer ausschließlich auf einer CO₂-Bepreisung basierenden Politik. ³⁶ Mit Blick auf die Sektoren ist der Investitionsbedarf im Bereich Wohnimmobilien höher als in den Sektoren Verkehr, Industrie und Dienstleistungen zusammengenommen. Die Energiekrise und der Krieg in der Ukraine haben die Anreize für Investitionen in die Energiewende aus Gründen der Energiesicherheit verstärkt. Gleichwohl ist das Risiko von Investitionsverzögerungen im Bereich der emissionsfreien Energieerzeugung durch den Anstieg der globalen Rohstoffpreise sowie neuerliche Lieferengpässe gestiegen, da sich hierdurch auch die Produktionskosten für Solarmodule, Windturbinen und Batterien erhöht haben.

³⁴ Siehe BloombergNEF, [Global Investment in Low-Carbon Energy Transition Hit \\$755 Billion in 2021](#), 27. Januar 2022.

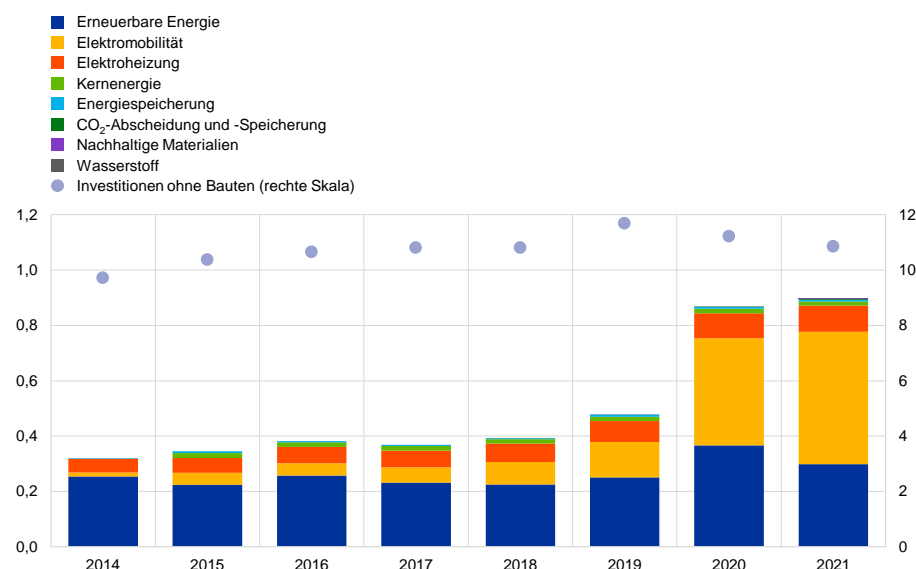
³⁵ Siehe High-level group on post-COVID economic and social challenges, [A New Era for Europe – How the European Union Can Make the Most of its Pandemic Recovery, Pursue Sustainable Growth, and Promote Global Stability](#), Europäische Union, Luxemburg, 1. März 2022, S. 22.

³⁶ Siehe Europäische Kommission, [Impact assessment accompanying the document 'Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Stepping up Europe's 2030 climate ambition – Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people](#), Commission Staff Working Document, SWD(2020) 176 final, Brüssel, 2020.

Abbildung 7

Investitionen ohne Bauten im Euroraum und Investitionen in die Energiewende nach Technologien

(in % des BIP)



Quellen: BloombergNEF und Eurostat.

Anmerkung: Die Zeitreihen für die Kategorien „Kernenergie“, „CO₂-Abscheidung und -Speicherung“, „nachhaltige Materialien“ und „Wasserstoff“ beginnen 2015, 2018, 2021 bzw. 2019.

Grüne Investitionen sind mit verschiedenen Herausforderungen verbunden, die vor allem mit der verfügbaren Finanzierung, der Regulierungssicherheit und der personellen Ausstattung zusammenhängen.

Zur Förderung grüner Investitionen sind öffentliche und private Mittel unerlässlich.³⁷ EU-Mittel für private Investitionen in neue grüne Technologien werden über das NGEU-Programm (siehe Kasten 3), den Europäischen Fonds für strategische Investitionen sowie Darlehen der Europäischen Investitionsbank (EIB) bereitgestellt.³⁸ Darüber hinaus müssen der Policy-Mix sowie die privaten Renditen bei solchen Projekten die richtigen Anreize setzen. Im Hinblick auf die Umsetzung des Pakets „Fit für 55“ und die Schaffung entsprechender Anreize sind die CO₂-Bepreisung und CO₂-Regelungen im Grünen Deal mit der Einrichtung einer geeigneten Infrastruktur, einem Mechanismus für einen gerechten Übergang und einem schrittweisen Auslaufen der kostenlosen Zuteilung von Emissionszertifikaten verbunden.³⁹ Angesichts der Unsicherheit im

³⁷ Siehe Europäische Investitionsbank, *Investment Report 2020/2021: Building a smart and green Europe in the COVID-19 era*, Economics Department, 2021, S. 149; S. Spinaci, *Green and sustainable finance*, Briefing, European Parliamentary Research Service, Europäisches Parlament, Februar 2021.

³⁸ Die Europäische Investitionsbank plant, im Zeitraum von 2021 bis 2030 Investitionen in Klimaschutz und ökologische Nachhaltigkeit in Höhe von 1 Billion € zu unterstützen. Im Jahr 2021 stellte sie die Finanzierung von Projekten mit fossilen Energieträgern ein. Bis 2025 soll der Anteil der Finanzierungen für Klimaschutz und ökologische Nachhaltigkeit gemessen an allen Finanzierungen schrittweise auf 50 % erhöht werden.

³⁹ Der *Investitionsplan für den europäischen Grünen Deal (IPEGD)* soll a) eine Aufstockung der Mittel vorsehen und vor allem über das Programm „InvestEU“ mindestens 1 Billion € für nachhaltige Investitionen über die nächsten zehn Jahre mobilisieren, b) geeignete Rahmenbedingungen für private und öffentliche Investoren schaffen und c) Unterstützung bei der Auswahl, Strukturierung und Durchführung nachhaltiger Projekte bieten. Als Teil des europäischen Grünen Deals befasst sich die EU derzeit im Rahmen des Maßnahmenpakets „Fit für 55“ mit der Überarbeitung ihrer klima-, energie- und verkehrsbezogenen Rechtsvorschriften. Damit soll das geltende Recht an die Ziele für 2030 und 2050 angepasst werden.

Hinblick auf den regulatorischen Rahmen, hoher Investitionskosten, fehlender Finanzierungsmöglichkeiten, eines Mangels an qualifizierten Arbeitskräften und der Unsicherheit bezüglich neuer Technologien scheuen jedoch viele europäische Unternehmen noch nachhaltige Investitionen.⁴⁰ Aber auch wenn in einer diesjährigen EZB-Sonderumfrage zum Klimawandel diese Herausforderungen genannt wurden, planten alle befragten Unternehmen dennoch, ihre Investitionen in den Klimaschutz während der Übergangsphase zu erhöhen, um widerstandsfähig zu bleiben.⁴¹

4 Schlussbemerkungen

Die Unternehmensinvestitionen gingen im Euro-Währungsgebiet während der Pandemie stark zurück; die Erholung fiel zwar beträchtlich, in den einzelnen Ländern, Unternehmen und Anlagekategorien aber sehr unterschiedlich aus.

Gleichwohl hat sich durch die Pandemie die Einführung digitaler Technologien beschleunigt, was auf die zunehmende Telearbeit zurückzuführen war. Grüne private Investitionen erhalten Auftrieb durch Maßnahmen zum ökologischen Umbau der Wirtschaft, Verhaltensänderungen der Unternehmen angesichts steigender Klimarisiken und Überlegungen zur Energiesicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine. In den vergangenen beiden Jahren wurde die Investitionstätigkeit trotz außerordentlicher Stützungsmaßnahmen weiterhin gebremst. Ausschlaggebend hierfür waren Faktoren, die auch in den kommenden Jahren deutliche Risiken mit sich bringen werden. So hat der Krieg die Risiken für die kurzfristigen Investitionsaussichten in Bezug auf Lieferengpässe, Produktionskosten und Unsicherheit verstärkt. Die Unternehmen haben zunehmend mehr gespart als investiert. Noch ist ungewiss, ab wann die Unternehmen ihre angehäuften Ersparnisse für Investitionen ausgeben werden.

Die weitere Erholung der Investitionstätigkeit im Euroraum hängt maßgeblich davon ab, wie stark die Digitalisierung und Ökologisierung der Wirtschaft im Euroraum vorangetrieben werden. Dieser doppelte Transformationsprozess hat während der Pandemie Investitionsmöglichkeiten geschaffen. Der Investitionsbedarf ist in diesen Bereichen jedoch nach wie vor beträchtlich, und die Ausgaben sind noch immer zu gering. Vor allem angesichts der möglichen Synergien zwischen digitalen und grünen Investitionen haben Forschung und Entwicklung und neue Technologien das Potenzial, die Produktivität im Euroraum zu steigern. Allerdings bestehen weiterhin Herausforderungen in Bezug auf Finanzierung, Regulierung und Anreize, die koordinierte Maßnahmen erfordern.

⁴⁰ Siehe J. Delanote und D. Rückert, [How to foster climate innovation in the European Union: Insights from the EIB Online Survey on Climate Innovation](#), Working Paper der Europäischen Investitionsbank, 2022/02, 2022.

⁴¹ Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Klimawandels auf Aktivität und Preise – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

2 Freiheit der Zahlungsmittelwahl: der Zugang zu Bargeld im Euro-Währungsgebiet

Alejandro Zamora-Pérez

Das Eurosystem ist dem Grundsatz verpflichtet, allen Menschen im Euro-Währungsgebiet unabhängig von ihren persönlichen Präferenzen, ihrem Aufenthaltsort oder ihrem technologischen Wissensstand die freie Entscheidung zu ermöglichen, mit welchem Zahlungsmittel sie im Alltag bezahlen möchten. Wie aus den aktuellsten Daten der EZB hervorgeht, ist Bargeld – trotz eines allmählichen Rückgangs der Bargeldtransaktionen – bei alltäglichen Zahlungen an Verkaufsstellen (Point of Sale) und zwischen Privatpersonen das beliebteste Zahlungsinstrument der Bürgerinnen und Bürger im Euroraum. Darüber hinaus wird Bargeld insbesondere in Zeiten von Krisen und hoher Unsicherheit aus Spar- und Liquiditätsmotiven gehalten. Die Deckung der Bargeldnachfrage erfordert eine hoch entwickelte physische Infrastruktur. Daran beteiligt sind unter anderem die Zentralbanken sowie private Intermediäre, die für die Ausgabe von Banknoten und Münzen an Bevölkerung und Unternehmen zuständig sind. In anderen Volkswirtschaften ist allerdings zu beobachten, dass ein Rückgang der Bargeldnutzung zu Zahlungszwecken dazu führen kann, dass die Kreditinstitute weniger Bargeldleistungen anbieten. Dadurch kann es schwieriger und teurer werden, Bargeld abzuheben. Davon besonders betroffen sind vulnerable Gruppen oder Menschen, die in entlegenen Regionen leben, denn sie haben bisweilen keinen Zugang zu anderen Zahlungsmitteln. Um solchen Problemen vorzubeugen, beobachtet das Eurosystem die Entwicklung und den Umfang von Bargelddiensten im Eurogebiet genau und analysiert derzeit laufende Maßnahmen, die einer möglichen Verschlechterung der Bargeldversorgung zeitnah entgegenwirken sollen. Dies erfolgt im Rahmen der Verpflichtung, allen Bürgerinnen und Bürgern die freie Wahl des Zahlungsmittels und den Zugang zu Bargeld zu ermöglichen. Der vorliegende Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 1 wird der Bargeldzugang beleuchtet. In Abschnitt 2 geht es um aktuelle Trends hinsichtlich der Bezugsquellen für Bargeld. Abschnitt 3 befasst sich mit der Frage, wie sich der Zugang zu Bargeld messen lässt, und in Abschnitt 4 werden Initiativen zur Gewährleistung des Bargeldzugangs vorgestellt.

1 Warum ist der Zugang zu Bargeld wichtig?

Bargeld ist das am häufigsten genutzte Zahlungsmittel der Bürgerinnen und Bürger im Euro-Währungsgebiet, doch seine rückläufige Verwendung bei Transaktionen könnte die Bargeldinfrastruktur verändern und den Zugang der Bevölkerung zu Bargeld beeinträchtigen. Im Jahr 2019 wurden rund drei von vier Transaktionen an Verkaufsstellen im Euroraum in bar getätigt.¹ In den letzten Jahren

¹ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), Dezember 2020.

war jedoch ein rückläufiger Trend zu beobachten,² der durch die Corona-Pandemie (Covid-19)³ noch beschleunigt wurde. Parallel dazu hat sich die Zahl der Bankfilialen je Einwohner im gesamten Euroraum verringert. Die Zahl der Geldautomaten pro Einwohner hat sich indessen leicht erhöht, wodurch die Schließung von Bankfilialen teilweise kompensiert wurde. In einigen Euro-Ländern, etwa in Belgien und den Niederlanden, hat sich das Geldautomatennetz aber auch verkleinert. Zwischen dem Rückgang der Bargeldnutzung im Alltag und der schwindenden Zahl von Bargeldbezugspunkten besteht ein Zusammenhang. Zum einen setzt die geringere Nutzung von Bargeld bei Transaktionen private Automatenbetreiber unter Druck, die bargeldbezogenen Kosten zu senken (z. B. durch Schließung nicht mehr profitabler Geldausgabestellen) oder die durch die Erbringung von Bargelddiensten generierten Einnahmen zu steigern (z. B. über Gebühren). Die Unterhaltung der Bargeldinfrastruktur ist mit erheblichen Fixkosten verbunden, sodass die Stückkosten umso höher ausfallen, je geringer die Bargeldnutzung ist. Zum anderen wird die Bargeldbeschaffung für die Bürgerinnen und Bürger erschwert, wenn immer weniger Bezugsmöglichkeiten zur Verfügung stehen. Dadurch könnte die Nachfrage noch weiter sinken und der Druck, Bargeldbezugspunkte stillzulegen, noch weiter steigen. Dieser zweite Effekt mag zwar im Eurogebiet derzeit nicht sehr stark ins Gewicht fallen, doch könnte sich die Bargeldinfrastruktur in Zukunft derart verschlechtern, dass die Verfügbarkeit von Bargeld die Wahl des Zahlungsmittels beeinflusst.

In Ländern, in denen die Bargeldnutzung schneller zurückgegangen und der Bedarf an Initiativen zur Sicherstellung des Bargeldzugangs gestiegen ist, sind die Folgen einer geschwächten Bargeldinfrastruktur offenkundiger. Ein gutes Beispiel hierfür ist Schweden. Dort hat die Verwendung von Bargeld deutlich abgenommen.⁴ Viele Bankfilialen in Schweden weigern sich, Bargeld zu bearbeiten, im Einzelhandel werden häufig nur noch bargeldlose Zahlungen akzeptiert, und sogar Dienstleistungen der Grundversorgung können mitunter nicht mehr bar beglichen werden (beispielsweise hatten einige Krankenhäuser Barzahlungen von Patienten abgelehnt).⁵ Zudem wird das mögliche Fehlen eines nicht digitalen Ausweichsystems, auf das bei einem Systemausfall zurückgegriffen werden könnte, als reales Risiko wahrgenommen. Einige dieser Entwicklungen haben in Teilen der Bevölkerung ein heftiges negatives Echo hervorgerufen und eine

² Ebd. Das Tempo, mit dem sich die Bargeldnutzung im Euroraum verringert, ist von Land zu Land unterschiedlich. Von 2016 bis 2019 sank der Anteil der Bargeldtransaktionen im Durchschnitt um 6 Prozentpunkte. In einigen Ländern war der Rückgang jedoch stärker (z. B. betrug er in Finnland 11 Prozentpunkte und in den Niederlanden 17 Prozentpunkte).

³ Im Juli 2020, also wenige Monate nach Beginn der Pandemie, gaben rund 40 % der Befragten einer euroraumweiten EZB-Umfrage an, Bargeld etwas seltener oder deutlich seltener zu verwenden. Allerdings lässt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht beurteilen, ob diese frühen Umfrageergebnisse nach dem Ende der Pandemie oder bei einem möglichen endemischen Zustand von Covid-19 in eine nachhaltige Verhaltensänderung münden werden. Zu den Ergebnissen der Umfrage siehe B. Tamele, A. Zamora-Pérez, C. Litardi, J. Howes, E. Steinmann und D. Todt, [Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 259, Juli 2021.

⁴ Die Sveriges riksbank ist der Auffassung, dass sich die rückläufige Bargeldnutzung in Schweden nicht durch die üblichen Gründe erklären lässt. Mit ein Grund für den ungewöhnlichen Rückgang könnten Maßnahmen zur Eindämmung der Steuerhinterziehung und ein vollständiger Austausch der Banknoten und Münzen in den Jahren 2010 bis 2017 sein. Siehe Sveriges riksbank, [Why are people in Sweden no longer using cash?](#), in: [Payments in Sweden 2020](#), Oktober 2020.

⁵ Siehe [Access to Cash Review – Final report](#), März 2019.

parteiübergreifende politische Debatte darüber ausgelöst, wie eine gesetzgeberische Lösung aussehen könnte (siehe Abschnitt 4).

Sollten solche Trends auch im Eurogebiet auftreten, könnte dies negative Folgen für viele Menschen im gemeinsamen Währungsraum haben, die Bargeld bevorzugen oder sich schlicht die Möglichkeit offenhalten möchten, Bargeld zu Zahlungs- oder Sparzwecken zu nutzen. Da die Digitalisierung in vielen Bereichen des täglichen Lebens zu Verbesserungen geführt hat, wird häufig als gegeben hingenommen, dass eine „bargeldlose Wirtschaft“ allen gesellschaftlichen Bereichen zugutekäme. Einige Wirtschaftsakteure sprechen sich dafür aus, die Nutzung von Bargeld durch entsprechende Maßnahmen zu beschränken (beispielsweise durch die Förderung digitaler Zahlungen oder eine strikte Begrenzung der Barzahlungen). In solchen Diskussionen wird allerdings oft die Perspektive der Bargeldnutzer vernachlässigt, oder es werden die Vorteile unterschätzt, die Bargeld diesen Menschen bietet. Aktuelle Untersuchungen konkreter Maßnahmen zur Beschränkung des Bargeldeinsatzes haben ergeben, dass die Kosten dieser Maßnahmen den gesellschaftlichen Nutzen in gewissen Fällen übersteigen.⁶ Im Euroraum bevorzugen viele Menschen Bargeldzahlungen, und sie tun dies aus unterschiedlichen Gründen. So zeigen Umfragedaten, dass viele Verbraucherinnen und Verbraucher bar bezahlen, weil sie auf diese Weise einen guten Überblick über ihre Ausgaben haben.⁷ Als weitere Gründe werden die weit verbreitete Akzeptanz und die Benutzerfreundlichkeit sowie die Schnelligkeit, Sicherheit und Anonymität angeführt.⁸ Aber auch die konkreten Umstände können eine Rolle spielen: Beispielsweise ist die Präferenz für Bargeld bei Kleinbetragszahlungen oder an bestimmten Orten (wie Geschäften oder Restaurants) besonders ausgeprägt, und Bargeld kommt häufiger im ländlichen Raum zum Einsatz.⁹ Befragungen haben außerdem ergeben, dass sich die Mehrheit der Bürgerinnen und Bürger im Eurogebiet die Möglichkeit von Barzahlungen offenhalten möchte, auch wenn einige angaben, eine Präferenz für digitale Zahlungsmittel zu haben.¹⁰ Darüber hinaus lassen Schätzungen den Schluss zu, dass Bargeld im Euroraum wie auch andernorts sowohl in normalen als auch in Krisenzeiten zunehmend als „sicherer Hafen“ genutzt wird.¹¹ Insgesamt betrachtet deutet das Verhalten vieler Bürgerinnen und Bürger darauf hin, dass ihnen Bargeld im Vergleich zu anderen Zahlungsmitteln oder Sparoptionen einen Mehrwert bietet und eine Einschränkung des Bargeldzugangs für sie daher mit Nachteilen verbunden wäre.

⁶ Siehe beispielsweise F. Álvarez, D. Argente, R. Jiménez und F. Lippi, *Cash: A Blessing or a Curse*, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 125, Januar 2022, S. 85-128.

⁷ Siehe H. Esselink und L. Hernández, *The use of cash by households in the euro area*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 201, November 2017.

⁸ Ebd.

⁹ Siehe EZB, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, a. a. O. Umfragedaten aus dieser Studie zeigen, dass im Jahr 2019 92 % der Zahlungen unter 5 € und 83 % der Zahlungen zwischen 5 € und 10 € am Point of Sale und zwischen Privatpersonen in bar getätigt wurden.

¹⁰ Siehe EZB, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, a. a. O.

¹¹ Siehe EZB, *Das Banknoten-Paradoxon: Erkenntnisse zur nicht transaktionsbedingten Bargeldnachfrage*, *Wirtschaftsbericht 2/2021*, März 2021.

Darüber hinaus würde sich ein Verlust des Bargeldzugangs stärker auf Personen auswirken, die keine anderen Zahlungsmittel nutzen können und somit Gefahr laufen, finanziell ausgeschlossen zu werden.¹² Rund

13,5 Millionen Menschen im Euro-Währungsgebiet haben kein Bankkonto oder keinen Zugang zu Finanzdienstleistungen und sind deshalb weitgehend auf Bargeld angewiesen, um eigenständig Zahlungen vornehmen zu können. Eine noch größere Zahl von Menschen hat nur eingeschränkten Bankzugang, das heißt, sie besitzen zwar ein Konto, haben aber keinen einfachen Zugang zu Finanzdienstleistungen. Im Hinblick auf das spezifische Problem des Zugangs zu bargeldlosen Zahlungsmitteln zeigen Umfragedaten der EZB, dass 2019 rund 2 % der über 18-Jährigen im Euroraum keine Möglichkeit hatten, bargeldlos zu bezahlen und deshalb ausschließlich auf Bargeld oder darauf angewiesen waren, dass andere Menschen Zahlungen für sie vornehmen.¹³ In bestimmten Bevölkerungsgruppen ist dieser Anteil höher. In der Altersgruppe der über 65-Jährigen liegt er bei 3 %, bei Personen mit maximal Primar- oder Sekundarbildung bei 4 % und in bestimmten Ländern (etwa Zypern, Griechenland oder Malta) bei rund 10 %. Angesichts dieser Entwicklungen ist das Interesse der Zentralbanken, die finanzielle Inklusion durch einen flächendeckenden Zugang zu Zentralbankgeld sicherzustellen, weltweit erstarkt. Als eine mögliche neue Maßnahme erwägen einige Notenbanken die Einführung von digitalem Zentralbankgeld, das auch der breiten Öffentlichkeit zur Verfügung stehen soll.¹⁴ Allerdings gibt es hier zwei Lager: auf der einen Seite Personen, die vermehrt auf digitale Zahlungsinstrumente zurückgreifen, und auf der anderen Seite diejenigen, die das nicht können oder wollen. Da fehlende finanzielle Inklusion viele Ursachen haben kann, könnten digitale Lösungen hier in gewissen Bereichen Abhilfe schaffen. Manche Analysten halten jedoch dagegen, dass dieses Problem unter bestimmten Bedingungen eher durch eine flächendeckende Verfügbarkeit von Bargeld als durch andere Strategien bewältigt werden kann.¹⁵ Folglich ist es wichtig, auch Lösungen auszuloten, die darauf abzielen, den Bargeldzugang und die Bargeldakzeptanz aufrechtzuerhalten. Im Euroraum stehen diese Überlegungen im Einklang mit der allgemeinen Position des Eurosystems zur Einführung eines digitalen Euro. Dieser wäre – wie auch das Bargeld – eine durch das Eurosystem abgesicherte Form von Zentralbankgeld.¹⁶ Das Eurosystem hat erklärt, dass der digitale Euro – wenn er denn eingeführt wird – das Bargeld lediglich ergänzen, nicht ersetzen wird.

¹² Siehe F. Panetta, [Bargeld in Zeiten von Covid-19 immer noch Nummer eins](#), Rede anlässlich der fünften internationalen Bargeldkonferenz der Deutschen Bundesbank mit dem Titel „Cash in times of turmoil“, 15. Juni 2021.

¹³ Siehe EZB, [Study on the payment attitudes of consumers in the euro area \(SPACE\)](#), a. a. O.

¹⁴ Siehe C. Boar und A. Wehrli, [Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency](#), BIS Papers, Nr. 114, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Januar 2021.

¹⁵ Siehe T. Mancini-Griffoli, M. S. Martinez Peria, I. Agur, A. Ari, J. Kiff, A. Popescu und C. Rochon, [Casting Light on Central Bank Digital Currencies](#), IMF Staff Discussion Notes, Nr. 18/08, Internationaler Währungsfonds, November 2018. Umfragedaten scheinen darauf hinzudeuten, dass die Skepsis mancher Bevölkerungsgruppen (beispielsweise älterer Menschen) gegenüber neuen Finanztechnologien dadurch bedingt sein könnte, dass diese Menschen wenig Nutzen in ihnen sehen. Siehe beispielsweise S. Doerr, J. Frost, L. Gambacorta und H. Qiu, [Population ageing and the digital divide](#), SUERF Policy Briefs, Nr. 270, Februar 2022. Einige bargeldspezifische Merkmale lassen sich technologisch nicht mit digitalen Zahlungsmitteln nachbilden. Siehe Deutsche Bundesbank, [Eurosystem experimentation regarding a digital euro – Research workstream on hardware bearer instrument](#), 2021.

¹⁶ Einzelheiten zum [digitalen Euro](#) finden sich auf der Website der EZB.

Aus den oben genannten Gründen beinhaltet die Bargeldstrategie des Eurosystems¹⁷ eine Verpflichtung zum Erhalt des Bargelds und der zugehörigen Infrastruktur, um den Zugang zu diesem Zahlungsmittel auch in Zukunft zu gewährleisten. Aktuell besteht diesbezüglich im Euroraum insgesamt kein Anlass zur Sorge.¹⁸ Allerdings zeigt die Erfahrung von Ländern, in denen die Bargeldnutzung stark zurückgegangen ist, dass die Behörden und Zentralbanken aufkommende Schwierigkeiten beim Bargeldzugang wachsam beobachten sollten. Um derartigen Problemen vorzubeugen und die freie Zahlungsmittelwahl zu garantieren, und auch, um die finanzielle Ausgrenzung bestimmter Bevölkerungsgruppen zu verhindern, zielt die Bargeldstrategie des Eurosystems darauf ab, die weitreichende Verfügbarkeit, Zugänglichkeit und Akzeptanz von Euro-Banknoten und -Münzen zu sichern.

2 Bargeldbezugspunkte im Euro-Währungsgebiet

Um den Bargeldzugang in einem Gebiet beurteilen zu können, ist es wichtig, die der Bevölkerung und den Unternehmen zur Verfügung stehenden Bargeldbezugspunkte zu analysieren. Für die Bargeldversorgung der Bürgerinnen und Bürger bedarf es eines hoch entwickelten Infrastruktur- und Distributionssystems, an dem verschiedene Akteure beteiligt sind, darunter Banknotendruckereien, Zentralbanken, Werttransportunternehmen und Kreditinstitute. Die Bevölkerung kommt jedoch nur mit dem letzten Glied der Versorgungskette in Berührung: dem Ort, an dem sie Geld abheben oder einzahlen, also Bargeldbezugspunkte wie Geldautomaten und Bankfilialen.

Im Euro-Währungsgebiet nimmt die Zahl der Bargeldbezugspunkte insgesamt ab, wenngleich in den einzelnen Ländern unterschiedliche Trends zu beobachten sind. In Abbildung 1 ist die Zahl der herkömmlichen Bargeldbezugsquellen (Bankfilialen und Geldautomaten) je 100 000 Einwohner für ausgewählte Euro-Länder dargestellt. Demnach zeichnet sich bei den Bankfilialen im Durchschnitt des Euroraums über die Jahre 2016 bis 2020 ein eindeutiger Abwärtstrend ab, während die Zahl der Geldautomaten leicht gestiegen ist. Grund hierfür ist, dass einige Länder darauf verzichten, ihr Geldautomatennetz zu verkleinern (z. B. Deutschland) oder es sogar ausbauen (z. B. Italien und Österreich). So ist beispielsweise ein allgemeiner Trend zum verstärkten Einsatz kombinierter Ein- und Auszahlungsautomaten zu beobachten. Dabei handelt es sich um modernere Geldautomaten, an denen auch Banknoten eingezahlt werden können und die diese eingezahlten Banknoten prüfen und wieder ausgeben. Solche Geräte kommen bei Banken und anderen Bargeldakteuren zum Einsatz. Sie sollen das verringerte Angebot an Bargelddiensten am Bankschalter und die gesunkene Zahl reiner Geldausgabeautomaten zum Teil kompensieren.

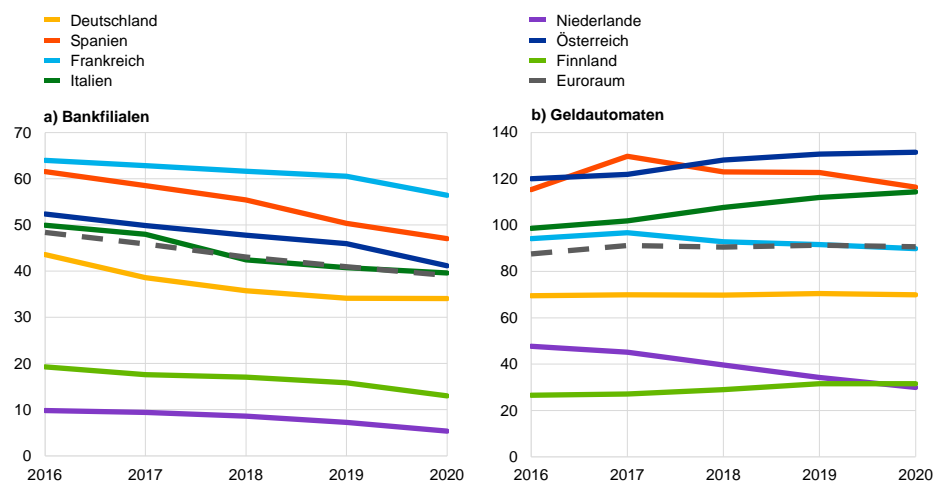
¹⁷ Einzelheiten zur [Bargeldstrategie des Eurosystems](#) finden sich auf der Website der EZB.

¹⁸ Siehe Euro Retail Payments Board, [Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash](#), November 2021.

Abbildung 1

Bargeldbezugspunkte je 100 000 Einwohner in ausgewählten Ländern des Euroraums 2016-2020

(je 100 000 Einwohner)



Quellen: EZB und Weltbank.

Anmerkung: Der Begriff „Geldautomat“ umfasst alle Arten von kundenbedienten Bargeldgeräten (Ausgabeautomaten sowie Einzahlungsautomaten, von denen einige die zuvor eingezahlten Banknoten wieder ausgeben, nachdem sie die vorgeschriebenen Echtheitsprüfungen durchgeführt haben). Die Daten zu den Bankfilialen und Geldautomaten (Zähler) stammen von der EZB und die Bevölkerungsdaten (Nenner) von der Weltbank.

Zu den Hauptursachen für die rückläufige Zahl an Bargeldbezugspunkten zählen angebotsseitige Faktoren (beispielsweise die

Kostensenkungsstrategien der Banken und die zunehmende Digitalisierung von Bankdienstleistungen) sowie die Bevölkerungsentwicklung. Obwohl die

Stilllegung von Bargeldbezugspunkten weitreichende gesellschaftliche und wirtschaftliche Folgen hat,¹⁹ gibt es kaum Forschungsarbeiten zu den Gründen hierfür. Einige Ursachen können jedoch ermittelt werden. Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, lässt sich die Verringerung der Bankfilialen und Geldautomaten gut am Beispiel Frankreichs und der Niederlande illustrieren. In beiden Ländern gerieten die Banken aufgrund der allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen unter einen Kostensenkungsdruck. Dementsprechend wurden Bankfilialen, die weniger profitabel waren oder in der Nähe anderer Zweigstellen lagen, geschlossen.²⁰ Ebenso wie in den meisten anderen in Abbildung 1 dargestellten Ländern waren Bankfilialen

¹⁹ Die Schließung von Bankfilialen führt nicht nur dazu, dass sich der Zugang zu Finanzdienstleistungen verschlechtert, sondern beeinträchtigt möglicherweise auch auf lokaler Ebene das Kreditangebot und behindert so die Neugründung von Unternehmen. Siehe beispielsweise H. L. Q. Nguyen, Are credit markets still local? Evidence from bank branch closings, *American Economic Journal: Applied Economics*, Bd. 11(1), 2019, S. 1-32; C. S. T. Ho und B. Berggren, The effect of bank branch closures on new firm formation: the Swedish case, *The Annals of Regional Science*, Bd. 65, Nr. 2, 2020, S. 319-350.

²⁰ Siehe C. Jiménez Gonzalo und H. Tejero Sala, [Bank branch closure and cash access in Spain](#), *Financial Stability Review*, Nr. 34, Banco de España, Mai 2018, S. 35-56; M. Galardo, I. Garri, P. E. Mistrulli und D. Revelli, [The geography of banking: Evidence from branch closings](#), *Economic Notes*, Bd. 50, Nr. 1, e12177, 2021. Seit der Finanzkrise von 2008 kam es zudem vermehrt zu Bankfusionen. Im Zuge dessen wurden möglicherweise Filialen von überlebenden Banken geschlossen, die sich in räumlicher Nähe zu einer anderen Filiale befanden und deshalb nicht mehr benötigt wurden. Allerdings haben Studien in der Vergangenheit gezeigt, dass Konsolidierungen nicht immer zu Schließungen von Bankfilialen führen. Siehe R. B. Avery, R. W. Bostic, P. S. Calem und G. B. Canner, Consolidation and bank branching patterns, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 23, Nr. 2-4, 1999, S. 497-532; H. E. Damar, Does post-crisis restructuring decrease the availability of banking services? The case of Turkey, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 31, Nr. 9, 2007, S. 2886-2905.

häufiger Gegenstand von Rationalisierungsmaßnahmen als Geldautomaten, die zum Teil gar nicht betroffen waren. Auch dies ist unter anderem auf neue Kostensenkungsstrategien der Banken zurückzuführen. So deuten qualitative Umfragen des Eurosystems unter Banken im Euro-Währungsgebiet darauf hin, dass manche Institute ihre Kundschaft dazu bewegen wollen, statt der Bankschalter Geldautomaten zu nutzen, an denen automatisierte Bargelddienste angeboten werden. Dies bedeutet, dass das verringerte Angebot an Bargeldleistungen, die traditionell am Bankschalter erbracht werden, zumindest teilweise durch neue Geldautomaten aufgefangen wird. Diese werden in Bankfilialen oder an anderen Standorten mit hoher Bargeldnachfrage (z. B. in Einkaufszentren oder an Flughäfen) aufgestellt. Der Abbau von Bargeldbezugspunkten könnte auch durch den Bevölkerungsrückgang in entlegenen Regionen oder durch geringere Möglichkeiten zum Einsatz von Bargeld bedingt sein, da Geschäfte geschlossen oder in dichter besiedelte Regionen verlagert werden.²¹

Allerdings geht eine anzahlmäßige Verringerung traditioneller Bargeldbezugsquellen nicht zwangsläufig auch mit einer Beeinträchtigung des Bargeldzugangs einher. Zwar bedeutet sie, dass die Bürgerinnen und Bürger an weniger Orten Bargeld abheben und einzahlen können, doch bedarf es zur Beurteilung der Frage, ob der Bargeldzugang noch angemessen ist, einer genaueren Analyse. Erstens ist der Bargeldzugang vor allem ein geografisches Problem, weshalb die genauen Standorte der Bargeldbezugsquellen berücksichtigt werden sollten. Es könnte sein, dass die Schließungen vor allem Gegenden betrafen, in denen die Möglichkeiten, Geld abzuheben, davor zu eng beieinanderlagen. In diesem Fall hatten sie vermutlich kaum Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Bargeld für die Bevölkerung. Sollte es hingegen zu Schließungen an Orten gekommen sein, an denen keine alternativen Bargeldbezugsquellen vorhanden waren, hätte dies sehr wohl negative Konsequenzen für die Menschen. Zweitens könnte die Zahl alternativer Abhebungsmöglichkeiten (etwa im Einzelhandel oder bei Postämtern) stark zugenommen haben. Dadurch könnte der Abbau traditioneller Bargeldbezugspunkte teilweise ausgeglichen werden. Und schließlich spielen auch die Gebühren für Bargelddienstleistungen eine wichtige Rolle. So würden beispielsweise höhere Gebühren für Bargeldabhebungen bei Geschäftsbanken den Bargeldzugang de facto verschlechtern. Im folgenden Abschnitt wird untersucht, wie sich der Bargeldzugang definieren, messen und analysieren lässt.

3 Messung des Bargeldzugangs

Zentralbanken und Regierungen müssen handfeste Messgrößen konzipieren und berechnen, um die Angemessenheit des Bargeldzugangs beurteilen zu können, und dabei alle relevanten Faktoren analysieren. Die Messgrößen sollten

²¹ Siehe C. Jiménez Gonzalo und H. Tejero Sala, a. a. O. Frühere Untersuchungen konnten in anderen Zusammenhängen belegen, dass sich die Schließung von Bankfilialen kaum mit der Bevölkerungsentwicklung erklären lässt, sondern dass vielmehr die jeweilige Unternehmensstrategie ausschlaggebend ist. Siehe N. M. Argent und F. Rolley, Financial Exclusion in Rural and Remote New South Wales, Australia: a Geography of Bank Branch Rationalisation, 1981-98, Australian Geographical Studies, Bd. 38, Nr. 2, 2000, S. 182-203.

beispielsweise die Dichte des Netzes an Bargeldbezugspunkten und die räumliche Nähe zu den Bürgerinnen und Bürgern erfassen. Da Probleme beim Bargeldzugang möglicherweise nur auf lokaler Ebene erkennbar sind, sollten die Messgrößen auf möglichst stark aufgeschlüsselten Daten beruhen. Daneben sollten auch andere Faktoren wie die direkten von der Bevölkerung zu tragenden Kosten oder das Risiko, dass vulnerable Bevölkerungsgruppen finanziell ausgeschlossen werden, beobachtet werden. Im Folgenden wird erläutert, welche wesentlichen Faktoren bei der Messung des Bargeldzugangs eine Rolle spielen.

Wichtige Faktoren für die Messung des Bargeldzugangs: zwei Teilaspekte

Die Frage des Bargeldzugangs lässt sich in zwei Teilaspekte untergliedern:

a) das Distanz- oder Abdeckungsproblem und b) das Kapazitätsproblem. Das Distanz- oder Abdeckungsproblem bezieht sich auf die Frage, ob ein Großteil der Bevölkerung in angemessener Nähe die Möglichkeit hat, Bargeld abzuheben. Beispielsweise könnten Analysten oder Regulierungsbehörden den Bargeldzugang als angemessen erachten, wenn die Mehrzahl der Bürgerinnen und Bürger einer Region im Umkreis von 5 km Bargeld abheben kann. Allerdings gibt es keine allgemeingültige Definition für eine angemessene Abdeckung, da sich die Umstände individuell unterscheiden können. So kann eine Entfernung von 10 km beispielsweise unproblematisch sein, wenn der Bargeldbezugspunkt auf dem täglichen Arbeitsweg liegt. Andererseits kann ohne adäquates Transportmittel schon eine Distanz von 3 km schwierig zu bewältigen sein.²² Daher sollten bei der Analyse des Bargeldzugangs weitere Messgrößen in Betracht gezogen werden. Neben dem Abdeckungsproblem gilt es das Kapazitätsproblem zu beachten. Es betrifft die Anzahl der Bargeldbezugspunkte, die an einem Standort erforderlich ist, um die Nachfrage zu decken. In dicht besiedelten Gebieten oder an Orten mit einer hohen Bargeldnachfrage mag ein einzelner Geldautomat zwar theoretisch einen Großteil der Bevölkerung abdecken, ist aber möglicherweise nicht ausreichend, um die Nachfrage zu bedienen. In einem solchen Fall sollten an diesem Standort zusätzliche Automaten aufgestellt werden. Das Beispiel veranschaulicht, dass Abdeckungsgrad und Kapazität bei der Beurteilung eines angemessenen Zugangs zu Bargeld gleichermaßen wichtig sind.

In Anbetracht der Bedeutung des Distanzproblems hat das Eurosystem diesen Aspekt kürzlich im gesamten Euroraum nach einer einheitlichen Methode untersucht. Dazu haben die Zentralbanken aller Euro-Länder den durchschnittlichen Anteil der Bevölkerung geschätzt, der in einem Radius von 5 km,

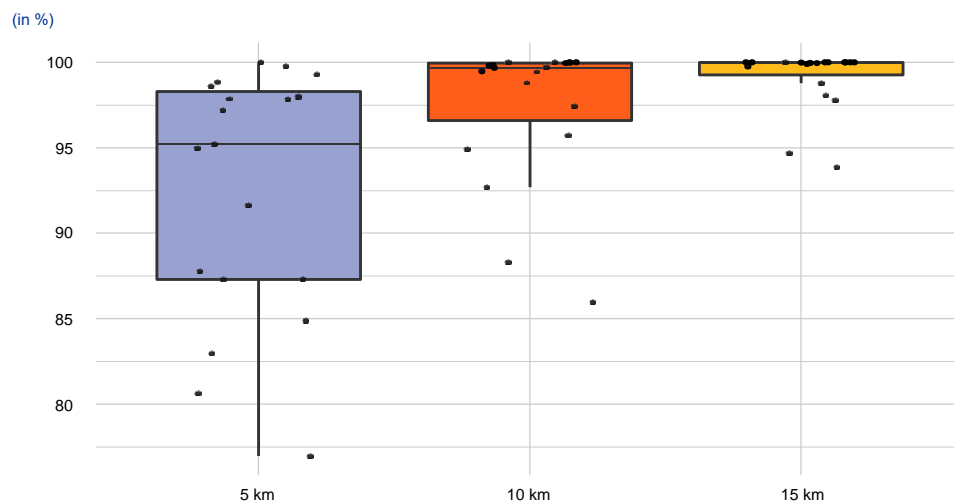
²² Eine Analyse der Auswirkungen der sogenannten Schuhlederkosten auf das Abhebeverhalten der Verbraucherinnen und Verbraucher findet sich in: H. Chen, M. Strathearn und M. Voia, [Consumer Cash Withdrawal Behaviour: Branch Networks and Online Financial Innovation](#), Staff Working Paper/Document de travail du personnel, Nr. 2021-28, Bank of Canada, 2021.

10 km bzw. 15 km (Luftlinie) vom Wohnort Bargeld abheben kann.²³ Zwar können die länderspezifischen Ergebnisse nicht offengelegt werden, doch veranschaulicht Abbildung 2 die Situation im Euroraum insgesamt, indem für alle drei Entfernungen die Verteilung der nationalen Ergebnisse dargestellt wird. Die drei Messgrößen sind durch Boxplots und die jeweiligen Beobachtungen für die 19 Euro-Länder als schwarze Punkte dargestellt. Die Ergebnisse sind zwar für den Euroraum insgesamt zufriedenstellend, dahinter verbergen sich jedoch erhebliche nationale Unterschiede. Im Land mit der geringsten Bevölkerungsabdeckung liegt der Anteil der Menschen, die maximal 5 km von der nächsten Abhebemöglichkeit entfernt wohnen, bei nur 77 %, im Land mit der höchsten Abdeckung hingegen bei 100 %. Bei einem Radius von 10 km steigt der niedrigste Wert der Bevölkerungsabdeckung auf 86 %, bei einer Entfernung von 15 km sogar auf 93 %. Bei einem Radius von 5 km ergibt sich in rund der Hälfte der Länder ein Abdeckungsgrad zwischen 87 % und 98 % (siehe das blaue Rechteck, das die Interquartilsspanne im betreffenden Boxplot darstellt). Der Median der Abdeckung (schwarze Linie im blauen Rechteck) liegt bei über 95 %. Bei einer Entfernung von 10 km (orangefarbener Boxplot) und 15 km (gelber Boxplot) erhöht sich in den meisten Ländern der Anteil der Bevölkerung, der vom Bargeldnetz erfasst wird. Die Interquartilsspanne und der Median rücken bei diesen Entfernungen näher an 100 % heran. Mit zunehmendem Radius konzentrieren sich die Beobachtungen auch tendenziell auf die höheren Werte (mehr als 95 % bei 10 km und mehr als 98 % bei 15 km).

²³ Es werden drei verschiedene Messgrößen verwendet, weil sich das Distanzproblem auf nationaler wie auch auf Euroraumebene so besser veranschaulichen lässt. In anderen Zusammenhängen wird die Luftlinienentfernung im Allgemeinen als guter Näherungswert für realistischere Messgrößen (z. B. die Wegstrecke oder die Fahrzeit) angesehen. Siehe C. S. Phibbs und H. S. Luft, *Correlation of Travel Time on Roads versus Straight Line Distance*, *Medical Care Research and Review*, Bd. 52, Nr. 4, 1995, S. 532-542; F. P. Boscoe, K. A. Henry und M. S. Zdeb, *A Nationwide Comparison of Driving Distance Versus Straight-Line Distance to Hospitals*, *The Professional Geographer*, Bd. 64, Nr. 2, 2012, S. 188-196. Im vorliegenden Kontext können topografische Besonderheiten in manchen Ländern (z. B. Österreich) allerdings die Verwendung genauerer Messgrößen wie der tatsächlichen Distanz über das Straßenverkehrsnetz erforderlich machen (siehe hierzu Kasten 2). In einigen Untersuchungen werden die Entfernungen nicht nur ab dem Wohnort (bzw. dem Wohnviertel) gemessen, sondern auch ausgehend von kommerziellen Zentren (Haupteinkaufsstraße, Einkaufszentrum, Supermarkt o. Ä.). Siehe D. Tischer, J. Evans, K. Cross, R. Scott und I. Oxley, [Where to withdraw? Mapping access to cash across the UK](#), University of Bristol, November 2020.

Abbildung 2

Bevölkerungsanteil im Umkreis von 5, 10 bzw. 15 km vom nächsten Bargeldbezugspunkt



Quelle: EZB/Eurosystem.

Anmerkung: Die Wegstrecken sind jeweils als Luftlinienentfernung angegeben. Die Abbildung veranschaulicht in anonymisierter Form die Varianz des durchschnittlichen nationalen Bevölkerungsanteils der einzelnen Euro-Länder, der im Jahr 2020 innerhalb der betreffenden Distanz Zugang zur nächsten Bargeldbezugsquelle hatte. In den Boxplots zu den drei Messgrößen sind die Beobachtungen für die einzelnen Länder als schwarze Punkte dargestellt. Die farbigen Rechtecke stellen die Interquartilsspanne (d. h. die mittlere Hälfte der Datenpunkte) dar, und die schwarze Linie, die durch jedes Rechteck führt, bildet den Median ab. Die von den Kästen ausgehenden vertikalen Linien (Antennen) zeigen den Maximal- und den Minimalwert des jeweiligen Datensatzes unter Ausschluss von Ausreißern (d. h. von Datenpunkten, die deutlich abseits der anderen Beobachtungen liegen).

Kasten 1

Nutzung der Standortwissenschaft zur Optimierung der Bargeldversorgung der Bevölkerung aus Sicht des öffentlichen Interesses

Diana Posada Restrepo und Alejandro Zamora-Pérez

Trotz der zunehmenden Bedeutung des Distanz- oder Abdeckungsproblems bei der Bewertung des Bargeldzugangs verfügen die Zentralbanken und Behörden bislang noch nicht über ein Analyseinstrument, mit dem sie feststellen können, ob die aktuelle Verteilung der Bargeldbezugsquellen aus Sicht des öffentlichen Interesses optimal ist. Hier geht es also um die Frage, ob das Versorgungsnetz unter Berücksichtigung gewisser Einschränkungen (z. B. der aktuellen Zahl der Bargeldbezugspunkte je Einwohner) den größtmöglichen Bevölkerungsanteil erreicht. Dies ist ein wichtiges politisches Thema, weil der Zugang zu Bargeld für die gesamte Bevölkerung gewährleistet sein muss. Unter bestimmten Umständen kann es aber unrentabel sein, in jeder Gemeinde Bargeldbezugspunkte vorzuhalten. Daher muss die Anzahl der Standorte, die Zugang zu Bargeld gewähren, in solchen Fällen möglicherweise begrenzt werden.

Das Eurosystem hat ein internes Modell entwickelt, um dieser Fragestellung nachzugehen. Dabei wird das gegenwärtig bestehende Netz mit einem theoretischen Netz verglichen, das eine maximale Abdeckung an Bargeldbezugspunkten bietet. Das Modell wurde beispielsweise für eine Region des Euroraums (auf der dritten Ebene, d. h. der tiefsten Gliederungsstufe der NUTS-Klassifikation der EU) eingesetzt, die im Jahr 2020 über 160 Bezugspunkte je 100 000 Einwohner verfügte. In dieser Region war die Abdeckungsquote relativ gering, da lediglich 81 % der Bürgerinnen und Bürger maximal 5 km vom nächsten Bargeldbezugspunkt entfernt lebten. Demgegenüber zeigen die optimierten Modellergebnisse, dass es selbst mit 5 % weniger

Bargeldbezugsquellen je Einwohner möglich gewesen wäre, das Netz so auszulegen, dass 99 % der Bevölkerung im Umkreis von 5 km Geld abheben könnten. Das Modell verdeutlicht also einmal mehr, dass der Standort der Bargeldbezugsquellen bei der Analyse eine große Rolle spielt.

Das Standortmodell²⁴ ist so konzipiert, dass es die Bargeldversorgung in einer verstreut lebenden Bevölkerung optimiert. Es verfolgt zwei separate Ziele: a) Minimierung der Luftlinienentfernung zwischen den Bargeldbezugspunkten und bewohnten Orten mit bargeldintensiven Geschäften (z. B. Gemeinden oder andere lokale Verwaltungseinheiten), und b) Maximierung der Netzabdeckung und dadurch Gewährleistung, dass der größtmögliche Bevölkerungsanteil innerhalb einer bestimmten Entfernung Zugang zu Bargeld erhält. Das Ergebnis ist ein theoretisches Bargeldnetz mit maximaler Bevölkerungsabdeckung.

Das Modell beschränkt sich auf lediglich eine der im Haupttext erörterten Dimensionen des Bargeldzugangs, nämlich darauf, wie die Abdeckung auf Basis einer vorgegebenen Anzahl von Bargeldbezugspunkten verbessert werden kann. Andere relevante Überlegungen (wie das im Folgenden beschriebene Kapazitätsproblem oder die Kosteneffizienz) sowie unterschiedliche Methoden der Entfernungsmessung (wie etwa Wegstreckenentfernung oder Fahrzeit) bleiben im Modell unberücksichtigt. Deshalb müssen die Modellergebnisse auch im Lichte anderer Analysen interpretiert werden. Sie geben aber gleichwohl Aufschluss über eines der Hauptthemen in der aktuellen politischen Debatte über den Bargeldzugang, nämlich das Abdeckungsproblem.

Mithilfe der Erkenntnisse aus der Standortwissenschaft könnten die Zentralbanken auf lokaler Ebene mit privaten Anbietern und öffentlichen Verwaltungen zusammenarbeiten, um die Standortverteilung zu verbessern. Sie könnten beispielsweise bestimmte Standorte in den Blick nehmen, die möglicherweise nicht ausreichend von den Geschäftsbanken bedient werden. Im obigen Beispiel ergab das Modell, dass eine Region mit relativ eingeschränktem Bargeldzugang über erhebliches Potenzial verfügt, die Abdeckungsrate zu optimieren (von 81 % auf 99 %) – und zwar sogar mit einer geringeren Zahl von Bezugsquellen. Auf diese Weise könnte die Effizienz einiger Innovationen der vergangenen Jahre (z. B. alternativer Marktlösungen wie Cashback, mobile Filialen oder Bargeldbezugsmöglichkeiten mit öffentlicher und privater Kostenbeteiligung) erhöht werden. Diese Erkenntnisse könnten für Zentralbanken, die derzeit Maßnahmen zur Verbesserung des Bargeldzugangs in Betracht ziehen, oder in Diskussionen zwischen privaten und öffentlichen Akteuren von Nutzen sein.

Der zweite Teilaspekt betrifft die Frage, ob die Kapazität des verfügbaren Netzes angemessen ist, und impliziert, dass nicht nur der Standort, sondern auch die Anzahl der Bargeldbezugspunkte, die zur Deckung der Nachfrage in einem Bereich nötig sind, auf den Prüfstand gestellt werden muss. Eine erste Kapazitätsanalyse lässt sich ganz einfach anhand des Verhältnisses zwischen der aktuellen Zahl von Bargeldbezugsquellen und der Bevölkerungszahl realisieren. Abbildung 1 in Abschnitt 2 veranschaulicht, wie sich die Anzahl herkömmlicher

²⁴ Das Modell basiert auf der Standortwissenschaft, die sich auf eine Vielzahl mathematischer und analytischer Methoden stützt, um den besten Standort für bestimmte Einrichtungen zu ermitteln. Derartige Standortermittlungen wurden bereits für zahlreiche private (z. B. Logistikstandorte, Einzelhandelsgeschäfte, Industrieanlagen, Bankfilialen) wie auch öffentliche (z. B. Polizeistationen, Krankenhäuser) Einrichtungen durchgeführt. Das interne Modell des Eurosystems zur Bestimmung der optimalen Verteilung von Geldzugangspunkten basiert auf Fachpublikationen wie N. R. Kisore und C. B. Koteswaraiah, Improving ATM coverage area using density based clustering algorithm and voronoi diagrams, Information Sciences, Bd. 376, 2017, S. 1-20.

Bezugsquellen (Bankfilialen und Geldautomaten) im Euroraum und in ausgewählten Euro-Ländern über die Jahre entwickelt hat. Daneben hat das Eurosystem im Jahr 2020 in allen Ländern des Eurogebiets Daten zur Feststellung der jeweiligen Geldautomatendichte pro 100 000 Einwohner erhoben. Wie schon bei den Messgrößen zur Abdeckung wichen die Ergebnisse in den einzelnen Ländern stark voneinander ab und lagen in einer Spanne von 30 bis 134 Automaten je 100 000 Einwohner. Die große Differenz deutet darauf hin, dass diese einfache Bestimmungsgröße nicht allzu viel über die Angemessenheit des Bargeldzugangs aussagt, da sie eine gleichmäßige räumliche Verteilung der Zugangspunkte auf die Bevölkerung eines Landes unterstellt. Zudem weisen einige Länder mit einer geringen Geldautomatendichte eine hohe Abdeckungsrate und laut Umfragen auch eine hohe Zufriedenheit der Bevölkerung mit dem Bargeldzugang auf (siehe folgenden Absatz). Um die Beurteilung dieser einfachen Kennzahlen zu verbessern, sollten auch geografische Überlegungen (z. B. Bewertung auf der tiefsten Disaggregationsebene, wie etwa Gemeinden) sowie die Nachfrage nach Bargeldbezugsquellen berücksichtigt werden. Da diese Nachfrage nicht direkt beobachtbar ist, muss sie auf der Grundlage einiger vorausschauender Faktoren geschätzt werden. In der einschlägigen Literatur werden hierzu folgende Variablen genannt: die Anzahl der in der Nähe gelegenen bargeldintensiven Orte (Supermärkte, Geschäfte, Restaurants usw.), sozioökonomische Variablen (u. a. Einkommen, Bildung, Alter, Ländlichkeit, Finanzwissen) und persönliche Faktoren (z. B. eine nach eigenen Angaben bestehende Bargeldpräferenz).

Die oben beschriebenen Abdeckungs- und Kapazitätsmessgrößen müssen durch Daten aus Verbraucherumfragen zur wahrgenommenen Erreichbarkeit von Bargeldbezugspunkten ergänzt werden. Wenngleich persönliche

Präferenzen subjektiv sind und alle Bürgerinnen und Bürger den Bargeldzugang unterschiedlich wahrnehmen, kann die Einbeziehung von Zufriedenheitsdaten, die auf Selbsteinschätzungen beruhen, weitere Erkenntnisse liefern.²⁵ Abbildung 3 verdeutlicht, wie die Menschen im Euroraum die Erreichbarkeit von Geldautomaten im Jahr 2019 eingeschätzt haben. In den meisten Ländern wurde der Zugang zu Geldautomaten allgemein für einfach befunden („sehr einfach“ oder „eher einfach“). So beurteilten es durchschnittlich 89 % der Bevölkerung im Eurogebiet als einfach, an einem Automaten Bargeld abheben zu können. Lediglich etwa jeder Zehnte schätzte die Erreichbarkeit von Geldautomaten als „eher schwierig“ (7 %) bzw. „sehr schwierig“ (2 %) ein. Am häufigsten wurde die Einschätzung, der Zugang zu Geldautomaten sei schwierig, in Malta (21 %), Griechenland (17 %), Litauen (16 %) und Belgien (15 %) geäußert.

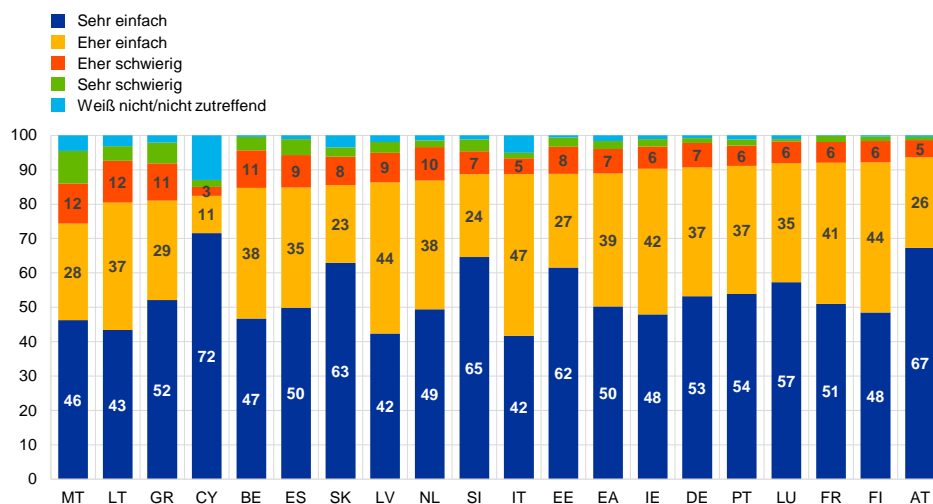
²⁵ Einige Zentralbanken im Eurogebiet verwenden Umfragedaten, um den Bargeldzugang zu überwachen. Siehe etwa Deutsche Bundesbank, [Abheben und Bezahlen in der Stadt und auf dem Land](#), Monatsbericht, Juni 2020.

Abbildung 3

Einschätzung der Erreichbarkeit von Geldautomaten nach Ländern

Anteil der Befragten, die den Zugang zu Geldautomaten als „sehr einfach“, „eher einfach“, „eher schwierig“ oder „sehr schwierig“ wahrnehmen

(in %)



Quelle: SPACE-Umfrage der EZB.

Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge nach der wahrgenommenen Erreichbarkeit von Geldautomaten aufgeführt (Anteil der Personen, die den Zugang als „sehr einfach“ oder „eher einfach“ bezeichnen). EA steht für Euro-Währungsgebiet.

Vulnerabilität des Bargeldzugangs und Robustheit des Bargeldbezugsnetzes

Neben der Bewertung der verschiedenen Dimensionen des Bargeldzugangs ist es auch sinnvoll zu untersuchen, wie sich weitere Schließungen von Bargeldbezugspunkten in Zukunft auf die Bevölkerung auswirken würden.

Einige Zentralbanken sind bereits damit befasst, die Anfälligkeit des Bargeldzugangs und die Robustheit des aktuellen Bankfilial- und Geldautomatennetzes zu analysieren. Beispielsweise lässt sich die Anzahl der Bürgerinnen und Bürger simulieren, die von einer Stilllegung ihres nächstgelegenen Geldautomaten betroffen wären. Außerdem lässt sich ermitteln, welche zusätzliche Strecke bis zum dann nächstentfernten Geldautomaten zurückzulegen wäre. In Kasten 2 findet sich ein Beispiel für eine derartige Analyse. Alternativ kann eine Messgröße entwickelt werden, die sich aus Angebots- und Nachfragefaktoren zusammensetzt. Anhand dieser Größe könnte man dann die Vulnerabilität des Bargeldzugangs definieren und den potenziell vulnerablen Bevölkerungsanteil schätzen.²⁶ Die Erkenntnisse aus solchen Analysen könnten den Behörden und Zentralbanken helfen, die negativen Folgen weiterer Schließungen von Bargeldbezugsquellen im Vorfeld abzusehen und frühzeitig geeignete Maßnahmen einzuleiten.

²⁶ Siehe D. Posada Restrepo, [Cash infrastructure and cash access vulnerability in Spain](#), Economic Bulletin 3/2021, Banco de España, 2021.

Kasten 2

Ergebnisse einer Studie über die Erreichbarkeit von Geldautomaten in Österreich

Helmut Stix und Simon Thielen

Die Oesterreichische Nationalbank verfolgt seit dem Jahr 2020 die geografische Verteilung der Geldautomaten in Österreich. Im Zuge dessen untersucht sie den Bargeldzugang der Bevölkerung mittels räumlicher Analysen mit hoher geografischer Auflösung. Anhand dieser Analysen lässt sich die Erreichbarkeit von Geldautomaten in den verschiedenen Landesteilen quantifizieren. Darüber hinaus geben sie Aufschluss darüber, in welchen Regionen die Menschen größere Entfernungen zum nächsten Geldautomaten zurücklegen müssen. Die Analysen können zudem dafür eingesetzt werden, Veränderungen des Zugangs zu Geldautomaten im Zeitverlauf zu beobachten. Die Untersuchungen beziehen sich hauptsächlich auf Geldautomaten, da diese in Österreich am häufigsten für den Bezug von Bargeld genutzt werden.

Die Methode stützt sich auf ein geografisches Raster Österreichs, das in Zellen von 100 m mal 100 m Größe unterteilt ist. Für jede bewohnte Zelle wird die Wegstrecke zum nächsten Geldautomaten berechnet. Dabei sind die Entfernungen für zwei Fortbewegungsarten (mit dem Pkw und zu Fuß) als kürzeste Wegstrecke (Entfernung) über das österreichische Straßenverkehrsnetz angegeben, d. h. nicht in Luftlinie. Des Weiteren werden Daten zum Hauptwohnsitz herangezogen und mit dem geografischen Raster abgeglichen. Auf diese Weise können bevölkerungsgewichtete Übersichtsstatistiken für verschiedene regionale Konzentrationen der Bevölkerung (z. B. Gemeinden oder Bundesländer) berechnet werden.²⁷

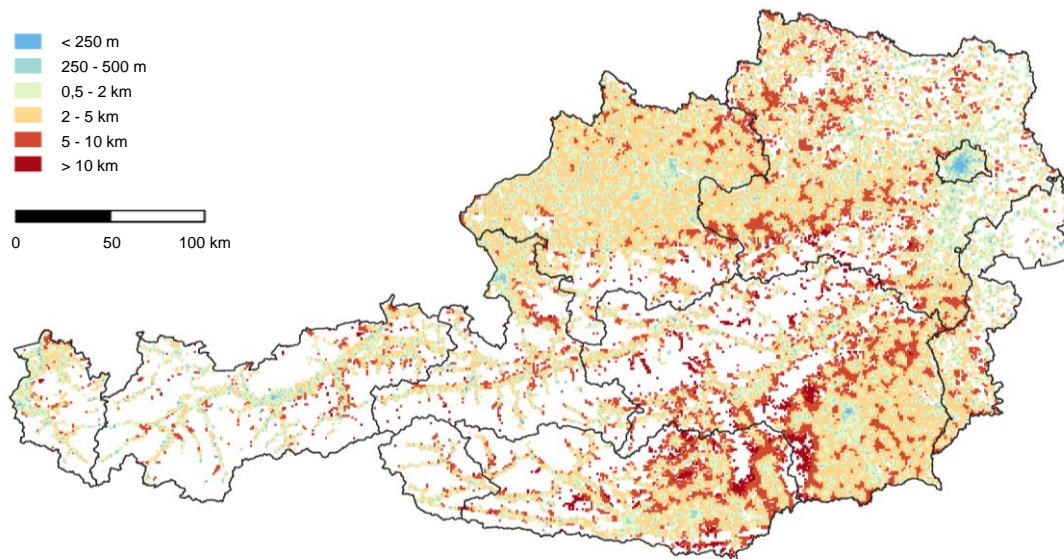
Analyse der geografischen Verteilung: Hauptergebnisse

- Die Median der Entfernung zum nächsten Geldautomaten liegt in Österreich bei 0,6 km und die mittlere Entfernung bei 1,2 km. Vier von zehn Bürgerinnen und Bürgern haben eine Wegstrecke von weniger als 500 m bis zum nächsten Geldautomaten zurückzulegen, und gut zwei Drittel von ihnen finden im Umkreis von 1 km von ihrem Wohnort ein Ausgabegerät vor.
- Allerdings gibt es auch Gebiete, in denen längere Wegstrecken bewältigt werden müssen. Beispielsweise müssen 2,8 % der österreichischen Bevölkerung eine Entfernung von mehr als 5 km überwinden, um zum nächstgelegenen Automaten zu gelangen. Zumeist leben diese Menschen in kleinen ländlichen Gemeinden.

²⁷ Weitere Angaben zur Methode finden sich in H. Stix, [A spatial analysis of access to ATMs in Austria](#), Monetary Policy & the Economy, Ausgabe Q3/20, Oesterreichische Nationalbank, 2020, S. 39-59. Alle in Kasten 2 aufgeführten Ergebnisse beruhen auf den Daten von Ende 2020. Die Ausführungen geben die Sicht der Autoren wieder und nicht unbedingt die der Oesterreichischen Nationalbank.

Grafik A

Durchschnittliche Entfernung zum nächsten Geldautomaten



Quellen: Statistik Austria und Oesterreichische Nationalbank.

Anmerkung: Die Grafik veranschaulicht die durchschnittliche Entfernung zum nächsten Geldautomaten (Stand: Ende 2020). Zur besseren Visualisierung wurden die Ergebnisse zu Rasterzellen in der Größe von 1 km mal 1 km zusammengefasst. Je kräftiger der Rot- bzw. Blauton einer Zelle ist, desto weiter bzw. kürzer ist die durchschnittliche Distanz. Unbewohnte Gebiete sind weiß dargestellt.

Darüber hinaus wurde im Rahmen einer Vulnerabilitätsanalyse untersucht, wie sich der Bargeldzugang der Bevölkerung im Falle einer Stilllegung örtlicher Geldautomaten verändern würde. Im Zuge dieser Analyse wurde für jede Rasterzelle unterstellt, dass der nächste Geldautomat außer Betrieb genommen wird, sodass sich die Menschen zum dann nächstgelegenen Automaten begeben müssten. Diese rein hypothetische Untersuchung dient dazu, auf der Grundlage einer hohen geografischen Auflösung Gebiete zu identifizieren, in denen sich die Wegstrecke signifikant verlängern würde, sollte der nächstgelegene Geldautomat wegfallen.

Vulnerabilitätsanalyse: Hauptergebnisse

- Für etwa 82 % der Bevölkerung würde sich die Wegstrecke bei einer Schließung des nächsten Geldautomaten um weniger als 1 km verlängern.
- 8 % der Bürgerinnen und Bürger leben an Orten, in denen sich die Strecke zum nächsten Geldautomaten um mehr als 3 km verlängern würde. Diese zusätzliche Entfernung wird hier (willkürlich) als Definition für „vulnerable Gebiete“ festgelegt.
- Vulnerable Gebiete befinden sich überwiegend im ländlichen Raum mit lediglich einem Geldautomaten und/oder in Gemeinden mit weniger als 3 000 Einwohnerinnen und Einwohnern.
- Vulnerable und nicht vulnerable Gebiete sind im Hinblick auf die Altersstruktur der Bevölkerung, die Verfügbarkeit öffentlicher Verkehrsmittel und das Pro-Kopf-Einkommen in etwa vergleichbar.

- Die Ergebnisse deuten insgesamt darauf hin, dass der nächste Geldautomat für einen Großteil der österreichischen Bevölkerung innerhalb einer recht kurzen Distanz vom Wohnort zu erreichen ist. Aus einer tieferen Aufschlüsselung gehen jedoch auch Gebiete hervor, in denen der Zugang zu Geldautomaten eingeschränkt ist und/oder in denen die Stilllegung eines Geldautomaten zu längeren Wegstrecken führen könnte. Methodisch gesehen ist die Verwendung der tatsächlichen Entfernung über das Straßenverkehrsnetz (anstelle von Luftlinienangaben) angesichts der Topografie und der Besiedlungsstruktur Österreichs bedeutsam. Luftlinienangaben würden der Bevölkerungsanteil unterschätzen, der weitere Strecken zurücklegen muss.
-

Kosten des Bargeldzugangs: Gebühren der Geschäftsbanken

Die Gebühren der Geschäftsbanken für Bargelddienstleistungen sind die für Verbraucherinnen und Verbraucher am deutlichsten sichtbaren Kosten und wirken sich negativ auf den tatsächlichen Zugang zu Bargeld aus. Ein unzureichender Bargeldzugang – gemessen an den oben erörterten Abdeckungs- und Kapazitätsmessgrößen – erhöht die impliziten Kosten in Form von Zeit und Aufwand (auch „Schuhlederkosten“ genannt). Eine Anhebung der Bankgebühren kann sich sogar noch stärker auf den wahrgenommenen Bargeldzugang auswirken als eine Verschlechterung der geografischen Abdeckung. Bei steigenden Bankgebühren könnten Bevölkerung und Unternehmen davon Abstand nehmen, Bargeld zu verwenden. Denkbar wäre auch, dass sie ihr Ein- und Auszahlungsverhalten anpassen, je nachdem, welche Gebühren für Bargeldleistungen anfallen.

Um die Entwicklung des Bargeldzugangs zu beurteilen, müssen daher auch die Bankgebühren in den Blick genommen werden. Allerdings gibt es im Euroraum bislang keine systematische Erhebung von Daten zu den Gebühren für Bargelddienste. Aus diesem Grund beschloss das Eurosystem im Jahr 2018, eine Datenerhebungsmethode zu entwerfen, mit der sich die Gebührenpolitik der Banken verfolgen lässt. Die seit 2019 erfassten Daten weisen eine große Vielfalt länderspezifischer Gebührenmodelle auf, die in einigen Fällen durch die nationale Gesetzgebung oder andere länder- und branchenspezifische Faktoren bestimmt werden. Trotz der Unterschiedlichkeit der Gebührensysteme ist es dem Eurosystem gelungen, eine Methode zu entwickeln, mit der die gängigsten Gebührenelemente²⁸ im Eurogebiet beobachtet werden können. Darauf stützt sich auch die Analyse der jährlichen Veränderung der Gebührenhöhe.

²⁸ Die Art der erfassten Gebühren weicht von Land zu Land stark voneinander ab, weshalb die Datenerhebung ein sehr komplexes Unterfangen ist. Zu den Eckpfeilern der Gebührenpolitik gehören beispielsweise direkte Kundenentgelte und Fremdgebühren (jeweils als Pauschalbetrag oder Prozentsatz des Transaktionswerts), die Zahl kostenloser Abhebungen pro Monat, Höchst- oder Mindestbeträge für kostenlose Transaktionen, Pauschalgebühren und der durchschnittliche Mindestsaldo eines Kontos für den Erlass von Bargeldgebühren.

4 Initiativen zur Gewährleistung des Bargeldzugangs

Der Zugang zu Bargeld ist im Euroraum zwar derzeit sichergestellt, doch arbeitet das Eurosystem auch daran, potenzielle Probleme frühzeitig zu erkennen. Denn am Beispiel mancher Länder, die bereits eine Verschlechterung der Bargeldinfrastruktur verzeichnen, ist deutlich geworden, dass Initiativen zur Gewährleistung der Bargeldversorgung erforderlich sind.

In Abschnitt 1 wurde dargelegt, dass sich viele Bankfilialen und Einzelhändler in Schweden weigern, Bargeld zu bearbeiten oder anzunehmen, und dass sogar einige Krankenhäuser Barzahlungen von Patienten abgelehnt haben.²⁹ Gleichzeitig wird es als reales Risiko wahrgenommen, dass es in Schweden demnächst kein alternatives Zahlungssystem mehr geben wird, auf das im Falle eines Versagens der digitalen Systeme oder potenzieller Cyberangriffe ausgewichen werden könnte. Diese Entwicklungen und die großen Bedenken in Teilen der Bevölkerung haben einen parteiübergreifenden politischen Diskurs ausgelöst. Dieser mündete in einem Gesetz, das bestimmte Kreditinstitute in Schweden dazu verpflichtet, eine angemessene Bargeldversorgung im Land sicherzustellen. Das Gesetz trat im Jahr 2021 in Kraft. Im Vereinigten Königreich geht der Einsatz von Bargeld ebenfalls rapide zurück. Auch dort gibt es einige Initiativen mit dem Ziel, den Zugang zu Bargeld zu bewahren. So haben sich UK Finance, der wichtigste Branchenverband im Banken- und Finanzsektor, und die größten britischen Kreditinstitute verpflichtet, den Zugang zu Bargeld zu garantieren und die Infrastruktur aufrechtzuerhalten.³⁰ Zu diesem Zweck haben verschiedene Interessenträger, darunter Banken, das LINK-Bargeldautomatennetz, Verbraucher- und Unternehmensverbände sowie die Post, neue Bargeldausgabestellen eingerichtet, zum Beispiel in Form kostenloser Geldautomaten und in Postfilialen.³¹ Als eine innovative und erfolgreiche Bargeldinitiative wurden gemeinsame „Banking Hubs“ geschaffen. Dies sind Standorte, an denen mehrere Banken zusammenarbeiten und grundlegende Bargelddienste anbieten.

Im Euro-Währungsgebiet hat das Euro Retail Payments Board im Jahr 2021 eine gemeinsame Initiative unter Mitwirkung von Banken-, Verbraucher- und Einzelhandelsverbänden sowie des Eurosystems gestartet, um den Bargeldzugang zu bewerten. Der Abschlussbericht³² der Arbeitsgruppe enthält eine detaillierte Darstellung der Gesamtlage bezüglich des Bargeldzugangs im Euroraum. Demnach bietet die Situation im Moment noch keinen Anlass zur Sorge, wengleich die Bargelddienstleistungen in bestimmten Regionen einiger Länder offenbar zurückgegangen sind. Der Bericht umfasst auch einen detaillierten Überblick über die öffentlichen und privaten Initiativen zur Gewährleistung des Bargeldzugangs.

Die von Behörden und Zentralbanken geförderten Initiativen konzentrieren sich zumeist auf das bereits beschriebene Distanz- oder Abdeckungsproblem,

²⁹ Siehe [Access to Cash Review – Final report](#), a. a. O.

³⁰ Siehe die Website von UK Finance, [Access to Cash](#).

³¹ Siehe UK Finance, [Pivotal moment as banks, consumer groups, Post Office and LINK join forces to help protect cash services](#), Pressemitteilung vom 15. Dezember 2021.

³² Siehe [Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash](#), a. a. O.

d. h. darauf, dass der Großteil der Bevölkerung im aktuellen Versorgungsnetz keine allzu weite Strecke zu einem Bargeldausgabepunkt zurücklegen muss. In den Niederlanden haben sich Behörden und private Akteure beispielsweise bereits 2007 darauf verständigt, dass die Luftlinienentfernung zum nächsten Geldautomaten nicht mehr als 5 km betragen sollte.³³ Die Zentralbanken und Finanzmarktteilnehmer in Litauen und Lettland haben kürzlich ein Memorandum of Understanding mit ähnlichen Verpflichtungen für ihr jeweiliges Land unterzeichnet.³⁴ Auch außerhalb des Euroraums legen Zentralbanken und behördliche Stellen Kriterien und Regeln in diesem Sinne fest. So hat die Narodowy Bank Polski im Zusammenwirken mit den Behörden und Marktakteuren in Polen eine nationale Strategie ausgearbeitet, wonach der Bargeldzugang als angemessen gilt, wenn 90 % der Bevölkerung innerhalb von 10 km vom Wohnort einen Bargeldbezugspunkt vorfinden.³⁵ In ähnlicher Weise sieht das schwedische Gesetz zur Etablierung verpflichtender Normen für den Erhalt des Bargeldzugangs vor, bei der Bestimmung der Angemessenheit auch die geografische Abdeckung einzubeziehen.³⁶

Der Privatsektor im Euroraum hat ebenfalls verschiedene Initiativen auf den Weg gebracht, um den Rückgang herkömmlicher Bargeldbezugspunkte durch einen Ausbau alternativer Zugangsmöglichkeiten auszugleichen.

Beispielsweise federn die Kreditinstitute in einigen Regionen die Folgen von Filialschließungen dadurch ab, dass sie mobile Filialen einrichten oder mit Finanzdienstleistern zusammenarbeiten.³⁷ Auf diese Weise können die Banken die üblichen Bankdienstleistungen an verschiedenen Standorten anbieten, ohne hierzu stationäre Einrichtungen unterhalten zu müssen. In anderen Ländern übernehmen zunehmend Postfilialen Bargeldleistungen. Auch Einzelhändler bieten inzwischen in ihren Verkaufsstellen Bargeldauszahlungen an, wenn Einkäufe getätigt werden (Cashback), oder mitunter sogar unabhängig von Käufen (Cash-in-Shop). In manchen Regionen sind neue Anbieter wie etwa unabhängige Geldautomatenbetreiber in Erscheinung getreten und richten neue Bargeldzugangspunkte ein. Diese Beispiele veranschaulichen, wie sich der Markt an Veränderungen der Bargeldinfrastruktur anpasst, ohne daran zu rütteln, dass der Zugang zu Bargeld gewahrt bleiben muss.

5 Schlussbemerkungen

Das Eurosystem hat sich verpflichtet, den Zugang zu Bargeld zu garantieren, um die freie Wahl des Zahlungsmittels und die finanzielle Teilhabe aller Bürgerinnen und Bürger des Euroraums zu gewährleisten. Nach Maßgabe der

³³ Siehe National Forum on the Payment System, [Towards a New Vision on Cash in the Netherlands – Final Report of the NFPS Task Force for the revision of the NFPS’s position on cash](#), Mai 2020.

³⁴ Siehe Lietuvos Bankas, [Memorandum of Understanding for Ensuring Access to Cash in Lithuania](#), 21. Juni 2021; Latvijas Banka, [Financial industry agrees on ensuring access to cash](#), Pressemitteilung vom 3. September 2021.

³⁵ Eine Zusammenfassung der polnischen Strategie zur Sicherheit des Bargeldumlaufs findet sich auf der [Website der Narodowy Bank Polski](#) (nur auf Polnisch verfügbar).

³⁶ Siehe schwedisches Zahlungsdienstegesetz, [Lag \(2010:751\) om betaltjänster](#) (liegt ausschließlich auf Schwedisch vor).

³⁷ Siehe C. Jiménez Gonzalo und H. Tejero Sala, a. a. O.

aktuellsten Daten der EZB ist Bargeld bei täglichen Transaktionen das vorherrschende Zahlungsmittel im Eurogebiet. Viele Bürgerinnen und Bürger verwenden Bargeld als ihr alleiniges Zahlungsmittel, sei es, weil sie es bevorzugen oder weil sie keinen Zugang zu digitalen Bezahlmethoden haben. Ein Abbau der Bargeldinfrastruktur kann sich darauf auswirken, wie die Menschen ihre Zahlungen tätigen, und die finanzielle Inklusion vulnerabler Bevölkerungsgruppen behindern. Um diesen Problemen vorzubeugen, entwickelt und nutzt das Eurosystem eine Vielzahl von Analyseinstrumenten, mit denen es den Zugang zu Bargeld in Zeiten tiefgreifender und rascher Veränderungen definiert, misst und bewertet. Darüber hinaus werden die Entwicklungen und Initiativen in Volkswirtschaften, in denen der Bargeldeinsatz bereits deutlich gesunken ist und in denen sich die Bargeldinfrastruktur in Teilen verschlechtert hat, sehr genau beobachtet. Außerdem ist das Eurosystem wachsam in Bezug auf etwaige Bedenken und verfolgt neue Initiativen zur Beseitigung von Mängeln in der Bargeldversorgung. Abschließend ist festzuhalten, dass das Eurosystem im Einklang mit den Zielen seiner Bargeldstrategie bestrebt ist sicherzustellen, dass Bargeld auch in Zukunft flächendeckend im Euroraum verfügbar ist.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Konjunkturentwicklung	S 3
3 Preise und Kosten	S 9
4 Finanzmarktentwicklungen	S 13
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im Statistical Data Warehouse (SDW) abgerufen werden:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Im Abschnitt „Statistik“ des Wirtschaftsberichts ausgewiesene Daten stehen auch im SDW zur Verfügung:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
Ein umfassender Statistikbericht findet sich im SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodische Definitionen sind im Abschnitt „General Notes“ des Statistikberichts enthalten:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Einzelheiten zu den Berechnungen können dem Abschnitt „Technical Notes“ des Statistikberichts entnommen werden:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Nach dem ESVG 2010 umfasst der Begriff „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ auch Personengesellschaften.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2021 Q2	0,5	1,6	5,6	0,6	1,5	2,1	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8	
Q3	1,9	0,6	0,9	-0,8	0,4	2,3	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8	
Q4	1,3	1,7	1,3	1,0	4,4	0,4	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6	
2022 Q1	0,7	-0,4	0,8	-0,1	1,4	0,5	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1	
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1	
Febr.	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9	
März	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4	
April	-	-	-	-	-	-	9,2	6,2	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4	
Mai	-	-	-	-	-	-	9,6	6,4	8,6	9,1	2,5	.	8,1	
Juni	-	-	-	-	-	-	.	.	9,1	9,4	.	.	8,6	

Quellen: Eurostat (Spalte 6, 13), BIZ (Spalte 9, 10, 11, 12) und OECD (Spalte 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,3	-0,1	-0,5
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,1	2,4	1,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,4	0,0
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,7	.	.	.
2022 Jan.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,2	2,3
Febr.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,2
März	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,4	0,0
April	50,4	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	-0,5	0,3	-1,3
Mai	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	.	.	.
Juni	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	53,0	54,1	50,1	.	.	.

Quellen: Markit (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

1) „Global“ und „Industrieländer“ ohne Euroraum. Jahres- und Quartalswerte als Veränderung gegen Vorperiode in %; Monatswerte als Veränderung des Dreimonatsdurchschnitts gegen vorangegangenen Dreimonatsdurchschnitt in %. Alle Daten saisonbereinigt.

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	11 984,4	11 578,4	6 378,3	2 457,3	2 656,9	1 253,6	771,5	624,8	86,0	406,0	5 766,2	5 360,2
2020	11 409,5	11 000,6	5 912,9	2 571,8	2 510,6	1 216,9	683,7	602,9	5,4	408,8	5 179,1	4 770,3
2021	12 268,6	11 787,6	6 268,9	2 716,6	2 694,9	1 361,1	761,7	564,7	107,2	481,0	6 057,1	5 576,2
2021 Q2	3 019,6	2 892,3	1 536,0	677,5	664,1	336,6	189,9	135,7	14,7	127,3	1 475,5	1 348,2
Q3	3 125,3	2 992,7	1 618,2	683,4	672,3	344,3	188,3	137,7	18,8	132,7	1 547,9	1 415,3
Q4	3 162,9	3 072,5	1 636,9	690,9	703,2	350,9	193,6	156,9	41,5	90,3	1 634,2	1 543,9
2022 Q1	3 207,2	3 129,1	1 666,8	697,1	714,6	370,5	199,1	143,0	50,6	78,1	1 692,7	1 614,6
<i>In % des BIP</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,9	3,9	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q2	2,1	2,2	3,8	1,8	1,5	2,1	0,7	1,1	-	-	3,0	3,4
Q3	2,3	2,1	4,6	0,2	-0,7	-0,8	-1,5	0,8	-	-	2,1	1,5
Q4	0,4	1,2	-0,2	0,3	3,6	0,2	1,6	14,5	-	-	2,7	4,8
2022 Q1	0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,5	3,0	1,9	-10,9	-	-	0,4	-0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,9	3,3	1,9	22,5	-	-	2,8	4,8
2020	-6,3	-6,1	-7,8	0,9	-6,4	-4,5	-11,9	-3,5	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,3	4,2	3,6	3,9	3,9	6,2	9,9	-7,6	-	-	10,5	8,2
2021 Q2	14,6	12,4	12,4	7,8	19,0	19,0	31,4	5,1	-	-	26,4	22,1
Q3	3,9	3,6	2,9	2,7	2,3	3,2	2,5	0,0	-	-	10,3	10,1
Q4	4,8	5,0	5,9	2,4	2,4	1,7	2,8	3,5	-	-	8,3	9,1
2022 Q1	5,4	5,7	7,9	2,1	3,8	4,4	2,7	3,9	-	-	8,4	9,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q2	2,1	2,1	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
Q4	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 Q1	0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	-0,5	0,4	0,4	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,8	-	-
2020	-6,3	-5,8	-4,1	0,2	-1,4	-0,5	-0,8	-0,2	-0,5	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	0,9	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,4	1,4	-	-
2021 Q2	14,6	12,1	6,4	1,9	4,0	2,0	1,7	0,3	-0,2	2,5	-	-
Q3	3,9	3,3	1,5	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	0,7	0,6	-	-
Q4	4,8	4,7	3,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,7	0,0	-	-
2022 Q1	5,4	5,5	3,9	0,5	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	10 742,9	178,3	2 099,9	561,3	2 040,7	531,0	480,2	1 205,5	1 250,4	2 026,1	369,5	1 241,5
2020	10 279,7	176,6	1 969,8	554,7	1 804,3	543,2	477,0	1 211,0	1 169,1	2 052,6	321,3	1 129,7
2021	10 996,1	187,9	2 143,9	605,8	2 008,0	583,5	487,4	1 244,8	1 255,0	2 148,6	331,3	1 272,5
2021 Q2	2 706,1	45,9	527,9	151,0	483,8	144,8	121,1	308,5	308,8	533,3	81,1	313,5
Q3	2 796,4	47,7	539,7	152,0	526,5	146,0	121,8	311,5	319,3	544,0	87,8	328,9
Q4	2 824,7	49,8	550,2	154,5	537,7	149,5	122,5	313,0	323,8	540,2	83,5	338,2
2022 Q1	2 865,9	49,4	572,4	158,9	542,4	148,7	123,8	314,9	325,5	544,2	85,6	341,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2021	100,0	1,7	19,5	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,5	3,0	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q2	1,8	0,6	-0,1	1,6	4,7	1,8	0,5	0,6	1,7	1,8	5,6	4,6
Q3	2,6	-0,3	0,6	-0,4	7,4	1,4	0,4	0,8	3,0	1,5	11,5	0,4
Q4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	2,8	0,2	0,3	1,2	-1,3	-2,7	2,9
2022 Q1	0,6	-2,1	0,3	2,6	0,7	0,0	0,0	1,1	0,4	0,4	2,4	-0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,5	5,7	0,5	1,6	1,8	1,1	1,7	1,5
2020	-6,3	-1,2	-7,0	-4,9	-13,3	1,6	-0,5	-0,9	-7,7	-3,2	-17,6	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,2	5,3	7,9	6,9	2,9	1,6	6,0	3,7	2,7	6,4
2021 Q2	14,3	0,0	20,9	18,2	24,2	11,4	4,9	3,5	15,3	10,1	14,6	16,4
Q3	4,0	-1,2	4,9	2,3	7,1	4,2	1,9	1,1	6,5	2,0	3,9	3,2
Q4	4,7	-2,0	1,8	0,8	11,6	8,6	2,5	1,7	6,2	2,3	13,6	5,7
2022 Q1	5,2	-1,4	1,2	4,4	13,5	6,2	1,0	2,8	6,4	2,4	17,4	7,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q2	1,8	0,0	0,0	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,6	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
Q4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-
2022 Q1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,4	-0,3	-2,5	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 Q2	14,3	0,0	3,9	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,7	2,1	0,4	-
Q3	4,0	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-
Q4	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 Q1	5,2	0,0	0,2	0,2	2,3	0,3	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,3	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,6	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,7	-0,4	-2,5	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,4	-0,3	3,1	0,0	4,5	0,3	0,7	2,5	2,1	0,0
2021 Q2	2,1	2,5	-0,2	2,6	-0,4	4,9	0,9	4,3	0,5	1,5	4,3	2,9	1,8
Q3	2,1	2,4	0,5	0,3	0,4	3,0	2,0	5,3	1,0	0,2	4,2	2,3	0,9
Q4	2,1	2,5	0,0	-0,9	1,0	3,1	2,8	6,0	0,5	0,1	3,3	1,8	0,7
2022 Q1	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,5	4,8	5,7	-0,5	2,0	4,0	1,8	2,5
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,9	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,0	1,3	-0,1	-3,3	0,5	2,4	1,1	3,4	0,4	2,0	1,4	1,3	0,3
2020	-7,9	-7,1	-11,3	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,9	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,3	5,0	6,6	1,8	4,4	9,1	6,3	6,7	2,1	6,3	6,8	3,7	5,2
2021 Q2	16,7	15,1	24,3	7,2	15,0	26,7	24,9	11,1	5,7	18,8	18,6	8,1	25,7
Q3	3,3	3,7	1,7	-0,8	2,3	2,6	4,7	6,9	1,0	2,9	6,4	2,2	0,7
Q4	5,0	5,0	4,9	-0,9	2,4	4,3	10,6	5,9	0,6	2,6	5,4	1,8	7,4
2022 Q1	6,4	6,6	5,9	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,8	6,5	1,8	12,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,1	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,3	-2,2	-6,5	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,8	5,8	6,2	2,1	1,8	5,6	4,2	1,6	5,2
2021 Q2	14,2	12,3	24,5	4,5	15,5	20,7	23,8	6,5	5,2	17,0	13,8	5,1	23,5
Q3	1,2	1,3	1,3	-1,0	1,8	-0,4	2,7	1,5	0,0	2,7	2,1	0,0	-0,2
Q4	2,8	2,5	4,9	0,0	1,4	1,2	7,6	0,0	0,1	2,5	2,0	0,0	6,7
2022 Q1	3,5	3,3	4,9	-0,3	1,4	1,2	9,6	0,1	-0,2	4,7	2,4	0,0	10,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 Q2	163,071	3,5	13,003	8,0	3,3	10,410	7,0	2,593	17,8	6,586	7,6	6,417	8,4	2,3
Q3	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
Q4	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 Q1	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2021 Dez.	-	-	11,546	7,0	-	9,404	6,3	2,142	14,4	5,908	6,7	5,638	7,3	-
2022 Jan.	-	-	11,392	6,9	-	9,272	6,2	2,120	14,3	5,768	6,6	5,623	7,3	-
Febr.	-	-	11,252	6,8	-	9,165	6,1	2,087	14,0	5,618	6,4	5,634	7,3	-
März	-	-	11,189	6,8	-	9,106	6,1	2,084	13,8	5,601	6,4	5,588	7,2	-
April	-	-	11,085	6,7	-	9,008	6,0	2,077	13,8	5,539	6,3	5,546	7,2	-
Mai	-	-	11,004	6,6	-	9,017	6,0	1,988	13,1	5,493	6,2	5,511	7,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Aufgrund technischer Probleme bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Körperschaften und Organisationen).

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Umsatz im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,7	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,3	13,3	-3,1
2021 Q3	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,2	3,4	12,8	-23,6
Q4	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	-0,2	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,1	-2,2	9,9	11,8	.	-13,0
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-16,3
2022 Jan.	-1,3	-1,5	0,7	-8,1	6,1	0,2	3,6	8,5	-1,7	16,1	12,9	.	-10,0
Febr.	1,6	1,9	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,7	5,2	-2,1	9,9	12,2	.	-7,1
März	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	3,0	1,9	-2,6	4,4	10,5	.	-19,9
April	-2,5	-2,4	-0,4	-9,0	4,1	-0,1	2,8	4,0	-3,6	8,8	15,3	.	-18,3
Mai	1,6	2,0	-0,2	0,9	6,6	-1,5	2,9	0,2	-3,6	2,0	5,6	.	-17,4
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-13,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Jan.	-0,8	-0,5	-0,3	-2,6	2,1	-1,1	2,9	0,2	-0,3	1,3	-1,8	.	-6,2
Febr.	0,6	0,7	0,9	-0,6	2,2	-2,5	1,5	0,5	-0,5	1,2	2,6	.	7,0
März	-1,7	-1,8	-1,8	-3,5	-2,8	0,9	-0,3	0,5	1,1	-0,1	-1,1	.	-11,7
April	0,5	0,1	0,6	-0,6	2,8	2,4	-1,0	-1,4	-2,3	-1,2	1,6	.	2,5
Mai	0,8	1,4	0,0	2,5	1,6	-3,3	0,4	0,2	-0,3	1,2	-0,2	.	-0,3
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,5

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und European Automobile Manufacturers Association (Spalte 13).

1) Einschließlich Großhandel.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q3	117,3	13,5	82,8	-4,2	6,1	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,6	13,6	82,5	-7,6	10,0	3,1	16,0	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,2	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,6	7,2	.	-22,3	5,5	-4,4	14,2	.	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 Jan.	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,5	3,4	11,0	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Febr.	114,2	13,5	-	-9,5	10,0	4,4	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
März	106,5	9,1	-	-21,6	8,9	-2,1	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
April	104,9	7,8	82,6	-22,1	6,6	-4,0	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
Mai	105,0	6,5	-	-21,2	6,3	-4,2	14,1	-	54,6	51,3	56,1	54,8
Juni	104,0	7,4	-	-23,6	3,7	-5,1	14,8	-	52,1	49,3	53,0	52,0

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und Markit (Spalten 9-12).

2.7 Zusammengefasste Konten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (soweit nicht anders angegeben, in jeweiligen Preisen; nicht saisonbereinigt)

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,8	6,3	4,0	35,0	6,0	75,0	2,1	8,0	1,9
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,3	4,7	3,6	31,4	4,4	81,9	3,2	-14,5	2,0
2021	17,3	96,5	1,2	3,4	19,7	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	8,7	3,0
2021 Q2	19,1	96,5	4,0	4,2	31,1	6,7	5,1	35,1	7,9	80,1	4,4	20,6	2,3
Q3	18,6	96,7	0,7	4,0	18,3	7,5	6,8	35,4	8,5	79,5	4,5	13,6	2,3
Q4	17,3	96,5	0,4	3,4	18,5	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	15,5	3,0
2022 Q1	15,7	96,4	0,1	3,1	17,4	5,3	8,0	35,6	7,6	78,8	5,3	13,7	3,2

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz (in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben	Ein- nahmen	Aus- gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q2	1 093,0	1 002,2	90,8	615,8	533,3	236,0	209,1	206,7	184,4	34,6	75,3	21,2	12,1
Q3	1 112,8	1 043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
Q4	1 180,9	1 154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 Q1	1 224,4	1 201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
2021 Dez.	397,0	384,4	12,6	219,3	215,0	91,1	81,2	72,8	61,1	13,8	27,1	44,6	37,5
2022 Jan.	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
Febr.	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
März	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
April	422,1	426,1	-3,9	243,2	243,2	98,5	87,3	67,8	68,9	12,7	26,6	6,9	4,5
Mai	422,5	427,0	-4,5	247,4	248,7	99,0	85,9	65,1	65,3	11,1	27,2	5,2	3,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Mai	4 722,9	4 584,7	138,2	2 651,8	2 519,9	1 102,5	982,1	813,4	773,8	155,2	308,8	135,9	93,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Mai	37,7	36,6	1,1	21,2	20,1	8,8	7,8	6,5	6,2	1,2	2,5	1,1	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾ (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q2	34,4	33,9	594,6	291,5	116,7	175,5	493,1	554,9	320,9	92,2	135,4	403,5	53,3
Q3	13,7	23,0	607,6	305,5	119,1	171,2	501,9	581,7	346,6	94,2	135,3	416,2	58,5
Q4	12,1	32,3	636,5	322,6	115,8	187,6	524,3	653,7	400,9	97,1	148,3	450,0	71,4
2022 Q1	16,8	40,2	673,9	341,9	123,4	196,0	552,9	714,0	450,5	103,7	150,8	477,4	84,9
2021 Dez.	14,1	38,6	213,8	109,6	38,8	62,6	176,9	226,8	139,2	34,3	50,6	156,3	23,2
2022 Jan.	19,8	45,4	222,6	112,0	42,4	65,3	183,7	231,7	144,1	34,5	49,8	158,4	24,8
Febr.	17,1	40,0	224,4	114,0	40,8	65,6	186,6	236,9	148,8	34,5	50,1	159,1	29,3
März	14,3	36,1	226,8	115,9	40,2	65,1	182,6	245,3	157,6	34,7	50,9	159,9	30,8
April	12,7	39,7	230,7	116,2	41,1	69,6	186,8	262,6	169,8	35,4	52,9	166,6	33,1
Mai	28,9	52,0	241,8	.	.	.	193,5	267,8	.	.	.	173,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q2	29,1	20,4	104,2	109,4	100,8	100,5	103,2	108,9	109,7	113,2	107,8	111,3	86,3
Q3	4,4	5,5	103,5	110,1	101,0	96,3	102,2	108,1	109,6	112,7	105,0	110,8	85,5
Q4	0,9	9,5	105,4	112,6	96,1	102,8	104,2	115,5	120,3	109,4	110,6	114,9	94,0
2022 Q1	2,4	10,9	106,1	111,5	101,0	103,4	105,5	115,7	119,4	114,3	110,1	117,6	92,7
2021 Nov.	3,1	10,0	107,0	113,9	98,3	104,0	105,4	115,9	121,5	107,9	111,4	114,6	96,9
Dez.	2,5	16,1	104,8	113,3	94,7	101,7	104,0	119,6	125,4	113,4	112,3	118,4	93,9
2022 Jan.	5,7	15,2	106,4	111,1	104,4	105,0	105,8	115,0	118,4	113,2	109,1	117,3	92,4
Febr.	2,9	12,0	106,5	112,6	100,6	103,5	107,1	116,1	119,5	115,3	110,0	118,2	97,4
März	-0,7	6,4	105,3	110,8	98,0	101,6	103,6	116,1	120,2	114,2	111,1	117,4	88,5
April	-2,8	7,8	105,1	108,8	99,0	106,7	103,9	120,6	124,7	115,5	113,5	120,5	93,7

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.
2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,6	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	1,0	1,4	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9	
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,1	1,0	7,1	1,0	8,2	7,1	
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,6	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
Febr.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,7	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3	
März	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1	
April	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,6	7,4	8,0	
Mai	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,4	1,9	0,3	8,1	7,6	
Juni	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,7	1,3	1,4	0,4	3,4	-0,1	9,1	5,6	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohn- ungsmieten						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 Q1	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6	
Q2	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7	
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Febr.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6	
März	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7	
April	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7	
Mai	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8	
Juni	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Reihen für den Euroraum zu veröffentlichen (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016).

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,5	
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	1,7	
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	-0,2	
2021 Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	-2,7	
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	-0,2	
Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	3,8	
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	.	
2021 Dez.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	-	-	
2022 Jan.	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	-	-	
Febr.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	
März	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,0	-	-	
April	148,0	37,2	19,3	15,6	25,2	7,2	10,9	.	6,8	99,0	-	-	
Mai	149,0	36,3	19,9	16,0	25,0	7,5	11,9	.	7,5	94,4	-	-	

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von MSCI-Daten und nationalen Quellen (Spalte 13).

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

3) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [hier](#)).

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- tigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,6	3,7	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,3	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q3	109,8	2,9	3,7	2,7	2,7	4,7	7,4	9,9	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,7	3,1	4,6	3,8	2,2	5,4	10,0	14,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	111,7	3,4	5,2	4,7	2,6	6,5	11,4	16,2	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	106,1	22,5	39,8	9,2	24,2	38,2	10,8
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,0	29,3	28,7	33,1	34,4	31,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,8	32,3	27,7	32,7	34,9	30,4
März	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
April	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,3	4,9	22,0	38,2	6,6
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	34,9	2,8

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Bloomberg (Spalte 9).

1) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euroraums.

2) Importgewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Importe im Zeitraum 2009-2011; nach Verwendung gewichtet: bezogen auf die durchschnittliche Struktur der Binnennachfrage im Zeitraum 2009-2011.

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,3	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q3	36,7	28,9	13,3	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,2	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,5	49,0	23,7	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
Q2	55,2	56,6	28,6	49,1	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 Jan.	46,7	43,3	22,2	36,3	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
Febr.	48,6	48,2	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
März	56,2	55,5	25,5	44,5	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
April	59,5	56,3	29,4	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
Mai	55,5	56,5	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
Juni	50,4	56,8	27,9	46,0	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Markt.

3.5 Arbeitskostenindizes

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 Q2	115,8	-0,2	-0,5	1,1	-0,9	1,4	1,8
Q3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
Q4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6
2022 Q1	.	.	3,3	5,3	.	.	2,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [hier](#)).

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,3	2,0	0,7	0,9	1,7	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,2	5,7	0,5	0,5	1,3	5,5	6,8	14,0
2021	110,1	0,0	4,4	-2,9	2,4	-1,5	1,6	0,5	4,7	1,2	0,3	1,8
2021 Q2	109,2	-4,3	5,5	-10,0	-1,5	-7,8	0,3	-2,5	8,0	-1,4	-4,7	-1,9
Q3	110,2	1,6	4,4	-0,4	2,4	0,2	4,6	1,9	3,0	1,4	2,3	0,4
Q4	111,1	1,2	4,4	2,2	4,4	-0,7	0,9	2,0	4,3	1,3	1,1	-6,0
2022 Q1	112,3	2,0	3,6	4,0	3,0	0,0	1,9	2,0	5,1	2,5	2,0	-4,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,2	2,3	2,4	2,7	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,6	-2,3	-1,7	-4,9	0,6	0,7	0,8	-0,1	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	3,0	4,4	4,6	6,3	4,0	3,1	5,7	4,7	1,9	4,6
2021 Q2	109,9	7,4	2,9	9,2	11,1	13,6	6,9	1,8	10,4	8,9	2,1	10,5
Q3	112,3	3,4	3,0	4,0	1,8	5,2	3,3	2,8	4,1	3,5	2,1	3,5
Q4	113,2	3,8	3,3	3,1	2,1	7,8	3,1	4,1	6,2	4,1	1,6	6,1
2022 Q1	114,3	4,5	3,4	3,9	3,9	8,3	2,3	3,6	6,1	4,7	2,7	9,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2019	102,0	0,3	4,0	-0,8	-0,5	0,9	2,3	0,6	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	1,1	-5,2	-5,7	-9,9	0,1	0,2	-0,5	-5,3	-4,0	-15,0
2021	101,0	4,1	-1,4	7,5	2,1	7,9	2,3	2,6	0,9	3,5	1,5	2,7
2021 Q2	100,6	12,2	-2,5	21,4	12,8	23,1	6,6	4,4	2,2	10,5	7,1	12,6
Q3	101,9	1,8	-1,3	4,5	-0,6	5,0	-1,2	0,9	1,1	2,1	-0,2	3,0
Q4	101,9	2,6	-1,0	0,9	-2,1	8,5	2,3	2,1	1,8	2,7	0,6	12,9
2022 Q1	101,8	2,5	-0,2	-0,1	0,9	8,3	0,4	1,5	1,0	2,2	0,7	14,7
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,0	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,9	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,1	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,5	0,7	2,1	1,6	1,6	1,0	0,6	0,5
2021 Q2	112,6	-4,3	-3,0	-4,4	-6,5	-6,2	1,4	-2,6	-0,5	-2,7	-2,2	-6,1
Q3	114,0	2,2	2,9	2,3	2,0	2,3	1,8	3,0	1,1	1,7	2,4	3,0
Q4	115,3	1,3	1,7	1,9	1,6	0,3	3,5	4,4	3,3	2,4	1,7	0,8
2022 Q1	115,7	1,2	2,6	2,7	2,8	-1,3	2,1	3,6	3,4	2,2	2,8	0,6
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2019	102,4	0,6	5,1	-0,3	-0,3	1,4	2,2	0,2	-0,4	0,4	-0,2	1,4
2020	104,2	1,7	1,4	0,6	1,8	0,8	3,5	2,4	6,4	0,7	-1,2	-5,2
2021	104,2	0,0	-2,7	2,6	-3,5	1,6	0,2	0,8	-4,4	-0,7	0,0	-2,4
2021 Q2	104,1	-1,8	-6,5	5,1	-6,5	-0,5	0,3	-0,7	-12,8	-2,8	1,8	-8,9
Q3	104,3	0,7	-0,2	2,6	0,0	2,4	-2,3	0,9	-1,6	0,2	-0,1	3,1
Q4	104,7	-0,2	-0,8	-0,5	-3,1	0,9	2,6	1,9	-0,7	0,8	0,5	5,8
2022 Q1	103,9	-1,0	0,1	-1,5	-0,3	-1,1	0,3	1,7	-3,6	-0,1	0,6	4,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA) ³⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Dez.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Febr.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
März	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
April	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
Mai	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
Juni	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2) Der €STR (Euro Short-Term Rate) wurde erstmals am 2. Oktober 2019 veröffentlicht und spiegelte an diesem Tag die Handelstätigkeit am 1. Oktober 2019 wider. Angaben zu vorangegangenen Zeiträumen beziehen sich auf den Pre-€STR. Dieser wurde lediglich zu Informationszwecken veröffentlicht und war nicht als Benchmark oder Referenzsatz für Markttransaktionen gedacht.

3) Die Veröffentlichung des EONIA durch das European Money Markets Institute wurde am 3. Januar 2022 eingestellt.

4.2 Zinsstrukturkurven

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Dez.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Febr.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
März	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
April	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
Mai	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
Juni	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021 Dez.	469,1	4 207,9	1 020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4 677,0	28 514,2
2022 Jan.	471,0	4 252,3	1 031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4 573,8	27 904,0
Febr.	452,7	4 084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4 436,0	27 066,5
März	422,1	3 796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4 391,3	26 584,1
April	428,9	3 837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4 391,3	27 043,3
Mai	413,5	3 691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4 040,4	26 653,8
Juni	399,6	3 587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3 898,9	26 958,4

Quelle: Refinitiv.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Juni	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Juli	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
Okt.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dez.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Jan.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Febr.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
März	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,46	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
April	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
Mai ^(p)	0,01	0,47	0,20	0,64	4,81	15,77	5,86	5,58	6,18	2,48	1,53	1,86	2,02	1,74	2,06	1,78

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) Beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

4.5 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Juni	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
Juli	-0,02	-0,31	0,13	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
Sept.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Okt.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dez.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Jan.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Febr.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
März	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
April	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
Mai ^(p)	-0,04	-0,27	0,51	1,69	1,80	2,03	2,40	1,52	1,49	1,78	1,15	1,22	1,95	1,55

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Marktwerte)

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				
											FMKGs			FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1 499	429	142	54	96	832	718	.	.	.	.	.	.
2021	1 411	425	137	53	88	761	672	387	139	79	26	32	137	105
2022 Jan.	1 419	431	139	55	96	753	653	406	133	83	26	43	147	105
Febr.	1 400	417	145	56	96	741	644	386	136	87	28	32	132	96
März	1 443	427	151	55	105	760	653	510	177	117	44	48	169	114
April	1 436	437	155	55	108	736	638	460	168	102	36	43	147	97
Mai	1 380	417	155	49	107	701	613	440	159	110	40	43	128	87
Juni	1 339	404	137	44	99	699	622	439	158	112	48	43	125	87
Langfristig														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19 439	4 079	3 285	1 331	1 542	10 533	9 752	.	.	.	.	.	.
2021	20 087	4 179	3 583	1 404	1 594	10 732	9 912	316	66	83	33	23	144	130
2022 Jan.	20 000	4 176	3 574	1 402	1 574	10 676	9 855	370	116	70	14	20	165	148
Febr.	19 763	4 144	3 534	1 409	1 526	10 559	9 753	308	79	76	33	12	141	130
März	19 564	4 122	3 524	1 414	1 510	10 408	9 617	403	98	122	55	27	157	147
April	19 177	4 087	3 552	1 417	1 479	10 060	9 286	295	69	84	24	14	127	118
Mai	18 998	4 097	3 538	1 395	1 461	9 903	9 129	333	98	68	14	27	140	125
Juni	18 712	4 038	3 486	1 390	1 403	9 785	9 029	303	85	64	15	13	141	133

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den Durchschnitt der jeweiligen Monatswerte im Jahresverlauf.

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Umlauf												
2019	.	.	.	.	.	.	.	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2020	20 938,6	4 508,4	3 426,8	1 385,9	1 638,4	11 365,0	10 470,5	8 486,7	468,9	1 357,8	6 658,9	
2021	21 498,4	4 603,7	3 719,5	1 457,2	1 682,0	11 493,2	10 584,0	10 391,3	609,3	1 558,1	8 222,9	
2022 Jan.	21 418,6	4 606,0	3 713,6	1 456,3	1 670,3	11 428,6	10 507,7	9 908,2	619,0	1 544,6	7 743,5	
Febr.	21 162,7	4 561,3	3 679,5	1 464,6	1 622,0	11 299,8	10 397,0	9 414,9	565,1	1 423,4	7 425,4	
März	21 007,3	4 549,3	3 675,0	1 468,3	1 615,6	11 167,5	10 270,3	9 431,2	550,7	1 435,5	7 444,0	
April	20 613,1	4 523,9	3 707,0	1 471,1	1 586,2	10 796,0	9 924,5	9 253,2	521,8	1 391,4	7 338,9	
Mai	20 378,7	4 514,3	3 692,8	1 444,1	1 567,9	10 603,6	9 742,5	9 121,1	536,9	1 355,0	7 228,2	
Juni	20 051,2	4 441,8	3 623,4	1 433,3	1 501,6	10 484,3	9 650,6	8 341,2	475,2	1 265,7	6 599,2	
Wachstumsraten¹⁾												
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Jan.	4,8	2,2	7,5	3,8	4,7	5,0	5,1	2,0	0,7	5,4	1,5	
Febr.	5,0	3,3	8,2	4,7	3,8	4,8	4,9	1,7	0,5	5,1	1,1	
März	4,9	2,9	8,4	4,5	4,7	4,7	4,8	1,2	0,2	3,7	0,8	
April	4,4	2,7	8,2	3,9	4,3	3,9	4,1	1,1	0,2	3,7	0,7	
Mai	4,4	3,9	8,1	3,1	4,2	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,7	
Juni	4,1	3,0	7,9	3,8	3,4	3,5	3,8	1,0	-0,5	3,2	0,7	

Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung von Wachstumsraten siehe Abschnitt „Technical Notes“ im Statistikbericht.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1 = 100)

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,1	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,7	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,8	86,1	120,8	94,2
2021 Q3	99,5	93,3	94,4	88,7	72,7	85,7	120,5	94,0
Q4	97,7	91,8	93,3	86,5	71,8	84,3	119,1	92,7
2022 Q1	96,4	91,4	94,6	84,6	70,6	83,1	118,6	92,6
Q2	95,6	90,2	96,0	.	.	.	116,4	90,3
2022 Jan.	96,6	91,2	94,2	-	-	-	118,6	92,3
Febr.	96,9	91,7	94,6	-	-	-	118,9	92,7
März	95,9	91,3	95,1	-	-	-	118,4	92,8
April	95,2	89,9	95,2	-	-	-	116,4	90,4
Mai	95,6	90,2	96,0	-	-	-	116,2	90,2
Juni	95,9	90,4	96,7	-	-	-	116,5	90,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2022 Juni	0,4	0,3	0,7	-	-	-	0,3	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2022 Juni	-4,3	-3,4	2,1	-	-	-	-4,1	-4,4

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht.

4.9 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 Q1	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
Q2	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Febr.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
März	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
April	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
Mai	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
Juni	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2022 Juni	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	3,2	3,9	0,0	0,9	0,0	1,0	-1,1	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022 Juni	-8,6	0,4	-2,9	0,0	13,4	6,7	3,3	-0,1	0,4	4,8	-6,4	-12,3

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2021 Q2	30 370,3	30 636,0	-265,7	11 452,5	9 464,6	12 014,7	14 001,3	-132,2	6 166,3	7 170,0	869,0	15 355,3
Q3	31 110,8	31 299,4	-188,6	11 679,4	9 453,6	12 221,4	14 320,8	-101,1	6 308,8	7 525,0	1 002,4	15 751,1
Q4	32 052,2	32 154,3	-102,1	11 830,2	9 718,7	12 838,5	14 644,5	-92,1	6 418,5	7 791,1	1 057,0	15 990,0
2022 Q1	32 080,1	32 085,7	-5,6	11 902,4	9 882,7	12 315,5	14 048,4	-55,9	6 815,3	8 154,5	1 102,8	16 415,9
Bestände in % des BIP												
2022 Q1	256,0	256,1	0,0	95,0	78,9	98,3	112,1	-0,4	54,4	65,1	8,8	131,0
Transaktionen												
2021 Q2	219,4	99,3	120,1	-0,9	-7,7	235,4	64,2	-2,3	-20,0	42,8	7,1	-
Q3	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
Q4	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 Q1	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
2021 Dez.	-277,9	-277,6	-0,3	-91,4	-118,7	29,7	6,8	4,4	-219,8	-165,7	-0,8	-
2022 Jan.	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
Febr.	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
März	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
April	-14,0	25,2	-39,2	49,3	18,2	-52,0	-64,7	12,3	-22,8	71,7	-0,7	-
Mai	19,7	6,0	13,7	25,4	-15,5	-45,0	-98,6	-2,5	40,6	120,1	1,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2022 Mai	891,2	728,7	162,5	148,0	-104,7	239,0	-10,0	70,8	302,0	843,4	131,4	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2022 Mai	7,1	5,8	1,3	1,2	-0,8	1,9	-0,1	0,6	2,4	6,7	1,0	-

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva insgesamt enthalten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

(in Mrd €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5	8	9	10					
	Bestände											
2019	1 222,4	7 721,9	8 944,3	1 069,7	2 364,2	3 433,9	12 378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12 984,8
2020	1 360,8	8 886,2	10 247,0	1 034,9	2 450,1	3 485,0	13 731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14 469,2
2021	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2021 Q2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14 949,1
Q3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,6	760,1	15 219,0
Q4	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2022 Q1	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15 670,7
2021 Dez.	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,8
2022 Jan.	1 482,0	9 827,9	11 309,9	945,9	2 512,8	3 458,7	14 768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15 543,5
Febr.	1 494,0	9 914,0	11 408,0	931,8	2 520,3	3 452,1	14 860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15 606,5
März	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15 670,7
April	1 524,4	9 965,2	11 489,6	954,2	2 518,7	3 473,0	14 962,6	115,3	602,3	49,6	767,1	15 729,7
Mai ^(p)	1 528,7	9 997,0	11 525,7	938,3	2 522,5	3 460,8	14 986,5	124,2	600,8	21,0	746,0	15 732,5
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1 250,1	1 388,5	-28,9	86,7	57,8	1 446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1 579,7
2021	105,3	901,6	1 006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1 000,3
2021 Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
Q3	25,1	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8
Q4	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 Q1	60,2	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-63,6	20,6	-37,9	178,8
2021 Dez.	4,9	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-22,1	-16,7	93,5
2022 Jan.	17,2	27,1	44,3	20,7	3,2	23,8	68,1	11,8	-43,3	16,8	-14,6	53,5
Febr.	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,3	-27,4	62,9
März	31,0	23,5	54,5	4,6	-0,9	3,7	58,3	-8,2	4,3	8,1	4,2	62,5
April	-0,5	10,0	9,5	13,1	-0,9	12,2	21,7	-8,8	7,3	15,0	13,5	35,2
Mai ^(p)	4,2	38,0	42,2	-13,9	3,8	-10,1	32,1	9,3	-1,6	-28,3	-20,6	11,5
	Wachstumsraten											
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
Q4	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Q1	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,6	76,9	0,1	6,2
2021 Dez.	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Jan.	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,7	0,9	6,5
Febr.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,6	-1,3	6,4
März	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,6	76,9	0,1	6,2
April	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,6	1,3	6,1
Mai ^(p)	8,4	7,7	7,8	-3,4	1,7	0,3	6,0	10,5	-2,2	-44,1	-2,3	5,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

(in Mrd €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2019	2 483,9	2 070,3	256,7	150,5	6,4	7 044,4	4 399,1	492,0	2 152,4	1,0	1 026,5	215,7	464,7
2020	2 976,1	2 522,8	309,9	140,1	3,2	7 663,7	4 965,2	437,3	2 260,4	0,9	1 097,0	234,6	501,2
2021	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 Q2	3 087,3	2 651,4	290,7	136,7	8,5	7 918,9	5 207,3	407,1	2 303,8	0,7	1 164,8	222,5	494,6
Q3	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Q4	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Q1	3 269,8	2 841,8	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
2021 Dez.	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Jan.	3 242,0	2 810,2	294,5	127,1	10,3	8 133,6	5 424,9	364,7	2 343,3	0,8	1 264,7	238,7	537,2
Febr.	3 266,0	2 843,1	284,7	126,6	11,6	8 170,2	5 457,7	360,8	2 350,8	1,0	1 280,5	234,8	545,7
März	3 269,8	2 841,8	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
April	3 278,5	2 841,6	297,9	129,5	9,6	8 202,2	5 495,4	356,8	2 349,0	1,0	1 282,3	224,4	566,1
Mai ⁶⁾	3 275,4	2 846,4	288,3	130,4	10,4	8 231,4	5 522,6	354,5	2 353,6	0,7	1 278,1	229,7	567,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,2	-8,2	48,2
2021 Q2	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
Q4	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 Q1	19,7	18,2	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
2021 Dez.	36,9	39,0	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Jan.	-1,6	-9,1	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,9	8,9	-14,4
Febr.	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
März	-4,3	-7,0	2,4	1,2	-0,9	19,2	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
April	-0,1	-6,5	8,4	-0,5	-1,5	9,6	12,8	-1,8	-1,2	-0,2	0,5	-6,8	10,3
Mai ⁶⁾	0,0	6,8	-8,7	0,9	0,9	30,9	28,5	-2,0	4,7	-0,3	-0,7	5,6	1,2
Wachstumsraten													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2021 Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 Q1	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
2021 Dez.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 Jan.	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,6	2,7	6,9
Febr.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
März	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
April	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
Mai ⁶⁾	6,4	7,9	-3,8	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,3	-13,6	10,8	-0,2	14,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

(in Mrd €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 654,5	989,2	3 653,5	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 708,3	6 132,0	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2021 Q2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 730,9	6 255,4	942,1	149,1	1 523,2	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,0	12 182,5	12 536,2	4 769,9	6 316,1	951,8	144,7	1 531,9	896,6
Q4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2022 Q1	6 553,9	1 002,7	5 548,4	15 021,8	12 561,3	12 691,0	4 917,7	6 471,5	1 019,0	153,0	1 593,7	866,8
2021 Dez.	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2022 Jan.	6 547,4	992,4	5 553,2	14 902,6	12 453,4	12 607,6	4 874,9	6 415,2	990,6	172,8	1 563,2	886,0
Febr.	6 562,2	996,5	5 563,0	14 938,3	12 499,5	12 656,6	4 885,9	6 436,0	1 007,5	170,2	1 560,3	878,5
März	6 553,9	1 002,7	5 548,4	15 021,8	12 561,3	12 691,0	4 917,7	6 471,5	1 019,0	153,0	1 593,7	866,8
April	6 525,5	1 004,2	5 496,5	15 071,1	12 630,5	12 777,2	4 943,3	6 491,0	1 035,4	160,8	1 601,1	839,5
Mai ⁵⁾	6 491,9	999,7	5 467,4	15 134,5	12 703,6	12 845,5	4 972,8	6 520,8	1 049,8	160,2	1 579,9	851,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 042,0	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,3	9,3
2021 Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0
Q3	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8
Q4	201,1	-1,1	202,0	228,8	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7
2022 Q1	94,0	4,8	89,2	193,6	186,5	168,9	45,8	76,2	73,1	-8,5	23,6	-16,5
2021 Dez.	104,2	9,9	94,1	97,4	54,1	99,3	53,6	14,3	-14,5	0,7	41,8	1,5
2022 Jan.	12,7	-5,2	18,0	62,8	79,1	66,0	6,7	25,7	36,1	10,6	-15,1	-1,2
Febr.	52,0	4,1	47,9	51,5	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,7	-3,5
März	29,2	5,9	23,3	79,3	55,1	41,4	25,6	28,4	17,7	-16,6	36,0	-11,8
April	16,4	1,6	14,2	67,9	62,8	80,4	22,5	20,5	12,3	7,5	10,3	-5,1
Mai ⁵⁾	5,6	-4,6	10,2	78,6	83,3	79,0	29,5	31,8	22,2	-0,3	-18,2	13,6
Wachstumsraten												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1
2021 Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3
Q4	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7
2021 Dez.	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1
2022 Jan.	10,9	0,1	13,0	4,2	4,4	4,5	3,8	4,4	6,7	11,5	4,4	0,9
Febr.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,4	-0,1
März	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7
April	9,6	0,4	11,4	4,7	4,9	5,3	4,5	4,4	10,0	3,7	7,5	-1,7
Mai ⁵⁾	8,7	-0,3	10,4	5,0	5,3	5,7	5,0	4,5	12,3	0,4	6,4	-1,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

(in Mrd €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2019	4 474,3	4 576,5	966,7	877,5	2 630,1	5 930,1	6 221,7	720,1	4 523,5	686,5
2020	4 708,3	4 829,7	897,2	1 009,7	2 801,4	6 132,0	6 400,5	700,6	4 724,7	706,7
2021	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2021 Q2	4 730,9	4 852,0	831,7	969,3	2 929,9	6 255,4	6 514,4	694,1	4 852,6	708,7
Q3	4 769,9	4 884,9	834,3	971,1	2 964,4	6 316,1	6 574,4	696,6	4 914,4	705,0
Q4	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2022 Q1	4 917,7	4 892,0	911,4	1 002,5	3 003,8	6 471,5	6 671,4	700,7	5 063,2	707,6
2021 Dez.	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2022 Jan.	4 874,9	4 851,1	891,3	1 000,9	2 982,7	6 415,2	6 616,4	697,5	5 011,3	706,4
Febr.	4 885,9	4 858,5	899,4	998,8	2 987,7	6 436,0	6 643,9	701,0	5 028,2	706,9
März	4 917,7	4 892,0	911,4	1 002,5	3 003,8	6 471,5	6 671,4	700,7	5 063,2	707,6
April	4 943,3	4 918,0	923,8	1 011,7	3 007,7	6 491,0	6 696,7	702,4	5 082,1	706,5
Mai ^(p)	4 972,8	4 943,0	933,4	1 015,4	3 024,0	6 520,8	6 723,8	705,3	5 108,9	706,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 Q2	-18,0	-21,7	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
Q3	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
Q4	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 Q1	45,8	48,5	18,8	-4,4	31,3	76,2	82,4	4,8	68,9	2,5
2021 Dez.	53,6	78,9	21,5	28,4	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,3
2022 Jan.	6,7	5,5	0,2	-6,6	13,1	25,7	23,8	1,0	24,4	0,2
Febr.	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
März	25,6	27,7	9,9	3,6	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
April	22,5	24,0	11,1	7,2	4,2	20,5	24,9	2,3	18,5	-0,3
Mai ^(p)	29,5	25,5	11,3	4,1	14,1	31,8	30,3	4,1	27,3	0,5
Wachstumsraten										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
Q3	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
Q4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 Q1	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 Dez.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 Jan.	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
Febr.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
März	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
April	4,5	5,2	5,7	1,8	5,1	4,4	4,6	3,0	5,3	-0,2
Mai ^(p)	5,0	5,8	7,0	4,5	4,6	4,5	4,6	3,5	5,3	-0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen (mit der Folge einer Ausgliederung aus der MFI-Bilanzstatistik) sowie um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)¹⁾

(in Mrd €; Jahreswachstumsraten; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2021 Q2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,6	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2022 Q1	740,4	6 876,2	1 847,4	35,8	1 985,9	3 007,1	1 361,5	350,1	153,0	164,4
2021 Dez.	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2022 Jan.	723,6	6 896,8	1 846,5	36,8	2 011,2	3 002,2	1 359,7	354,2	165,3	158,8
Febr.	731,5	6 885,6	1 836,6	36,5	2 010,7	3 001,8	1 374,9	348,1	166,0	159,4
März	740,4	6 876,2	1 847,4	35,8	1 985,9	3 007,1	1 361,5	350,1	153,0	164,4
April	768,6	6 895,4	1 845,3	35,6	2 015,0	2 999,5	1 358,3	438,8	180,7	171,7
Mai ^(p)	726,1	6 805,6	1 845,9	32,3	1 986,8	2 940,6	1 234,5	403,3	180,6	175,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,1	-74,8	-5,0	-39,8	83,5	-120,6	-92,6	-11,3	-2,3
2021 Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	0,6	-18,6	-1,5	8,2	12,5	-43,6	32,1	15,3	11,5
Q4	106,7	9,9	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 Q1	-53,2	-37,5	-17,8	-1,3	-29,0	10,6	-23,5	-175,9	34,0	34,7
2021 Dez.	90,4	5,1	7,7	-0,6	-18,4	16,4	-37,7	25,1	-25,7	-13,1
2022 Jan.	-69,5	-9,5	-10,0	-0,3	2,8	-2,0	-1,7	-99,3	46,4	29,0
Febr.	7,9	-12,2	-10,2	-0,3	-1,0	-0,7	-8,8	-36,0	0,5	0,7
März	8,4	-15,7	2,4	-0,7	-30,7	13,4	-12,9	-40,5	-12,9	5,0
April	28,1	27,2	-5,1	-0,2	1,9	30,7	-33,9	40,1	27,7	7,3
Mai ^(p)	-42,5	-7,2	2,0	-3,4	-19,4	13,6	-80,3	-42,1	-0,1	3,6
Wachstumsraten										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,4	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 Dez.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan.	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,7	2,8	-	-	12,1	13,1
Febr.	6,2	-0,4	-4,4	-11,9	-0,5	2,3	-	-	14,0	14,3
März	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
April	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,7	3,2	-	-	35,9	36,7
Mai ^(p)	4,6	0,2	-2,9	-20,8	-1,7	3,8	-	-	35,2	40,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie von Zentralstaaten gehaltener Wertpapiere des MFI-Sektors.

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 Q1	-8,1	.	.	.	.	-6,6
Q2	-6,8	.	.	.	.	-5,3
Q3	-6,1	.	.	.	.	-4,7
Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,6

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben					
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben							
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		2	3	4	5	6		7	8	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	11	12	13
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7					
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8					
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5					
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8					
2021 Q1	46,7	46,2	12,9	12,8	15,7	0,5	54,8	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6					
Q2	46,6	46,0	12,9	12,9	15,5	0,6	53,3	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7					
Q3	46,8	46,2	13,0	13,0	15,4	0,6	53,0	48,3	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7					
Q4	47,4	46,7	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,3	4,8					

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6.3 Verschuldung

(in % des BIP; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	Gebiets- fremde	MFIs	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 Q1	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8	
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9	
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6	
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2	
2021 Q1	13,9	6,6	1,8	2,1	1,5	0,5	-0,1	0,2	-0,4	0,1	5,5	10,3	
Q2	3,5	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7	
Q3	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2	
Q4	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2	

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).

1) Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert (Ausnahme: Quartalswerte zu den Deficit-Debt-Adjustments).

2) Differenz zwischen der Schuldenquote am Ende des Berichtszeitraums und dem Stand zwölf Monate zuvor.

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

(Schuldendienst in % des BIP; Ströme während Schuldendienstperiode; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 Q1	14,6	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
Q2	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
Q3	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Q4	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Jan.	14,2	12,8	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
Febr.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
März	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
April	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5
Mai	14,5	13,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5
Juni	14,6	13,4	4,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q1	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
Q2	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
Q3	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
Q4	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Verschuldung										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
Q2	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
Q3	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
Q4	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
Finanzierungssaldo										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 Q1	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
Q2	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
Q3	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
Q4	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Verschuldung										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
Q2	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
Q3	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
Q4	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2022

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Für die Erstellung des Wirtschaftsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht. Für die deutsche Fassung ist die Deutsche Bundesbank verantwortlich. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 20. Juli 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-22-005-DE-N (Online-Version)